

# IL RISPARMIO

## 3/4

Anno LXV - n. 3/4 luglio - dicembre 2017

Rivista trimestrale dell'ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa

Poste Italiane Spa Sped. in abb. post. 70% DCB Roma - com. 20 lett. c - Art. 2 legge 662 del 23/12/96 - Filiale di Roma - Romanina



# REGOLAMENTO PER LA SOTTOMISSIONE DEI MANOSCRITTI PER LA PUBBLICAZIONE NELLA RIVISTA *IL RISPARMIO*

## 1. PREMESSA

L'invio dei manoscritti alla Rivista per una valutazione ai fini della pubblicazione, presuppone l'accettazione da parte degli autori delle regole di pubblicazione di seguito esposte.

In particolare, gli autori devono:

- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto, o parti significative di esso, non sia stato pubblicato altrove;
- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto non sia sotto *review* per altra pubblicazione;
- ∞ dichiarare che il proprio manoscritto non sarà inviato per altra pubblicazione prima della risposta finale del Comitato Scientifico sull'esito del processo di referaggio.

## 2. SOTTOMISSIONE MANOSCRITTI

Gli articoli vanno inviati al Comitato Scientifico via mail all'indirizzo [elisabetta.boccia@acri.it](mailto:elisabetta.boccia@acri.it) in formato testo che includa il testo, le note e la bibliografia da pubblicare, corredati da un *Abstract* in italiano e in inglese di non più di 300 parole, indicando il codice JEL, disponibile su <http://www.aeaweb.org/journal/elclasjn.html>.

L'autore può proporre il suo lavoro per la pubblicazione in lingua inglese. Rimarrà a cura dell'autore la revisione del lavoro in lingua inglese qualora esso non venga considerato adeguato agli standard linguistici.

Sulla prima pagina del manoscritto va specificata l'Università o Ente di appartenenza, un numero telefonico e un indirizzo di posta elettronica dell'autore (o di almeno un autore nel caso di saggi a firma congiunta).

Il manoscritto deve essere formattato secondo quanto stabilito nella sezione "note per gli autori", pubblicata sul sito della rivista [www.ilrisparmioreview.it](http://www.ilrisparmioreview.it).

## 3. PROCESSO DI REFERAGGIO

Il Comitato Scientifico esamina il manoscritto e, qualora lo giudichi potenzialmente idoneo per la pubblicazione nella Rivista, lo invia a tre *referee* per un triplo referaggio anonimo.

∞ La decisione iniziale del Comitato Scientifico richiede circa due settimane.

∞ La stesura dei rapporti dei *referee* richiede circa 1 mese.

Sulla base delle indicazioni dei *referee*, il Comitato Scientifico accetta l'articolo, richiede una revisione, oppure rifiuta l'articolo; in ogni caso verrà fornito agli autori un feedback.

In caso di accettazione da parte del Comitato Scientifico, si autorizzerà la pubblicazione e la stampa del lavoro assegnando, inoltre, il numero della rivista e l'anno in cui sarà pubblicato.

La fase di correzione delle bozze e di stampa del lavoro richiede circa 1 mese.

## 4. VARIE

Il Comitato Scientifico si aspetta che gli autori che inviano i propri manoscritti alla Rivista siano disponibili ad accettare di collaborare come *referee* nel caso in cui venga presentata loro tale richiesta.

Gli articoli pubblicati sul *Risparmio* saranno segnalati nelle bibliografie ECONLIT e EJEL.

# IL RISPARMIO

## **Editor**

Nicola Mattoscio (University of Chieti-Pescara)

## **Administrative Editor**

Giorgio Righetti (ACRI, Rome)

## **Editorial Board**

Adriano Giannola (University of Naples "Federico II")

Giuseppe Guzzetti (ACRI, Rome)

Valentino Larcinese (London School of Economics)

Mario Nuzzo (LUISS, Rome)

Antonio Patuelli (ABI, Rome)

Dominick Salvatore (Fordham University of New York)

Pasquale Lucio Scandizzo (University of Rome "Tor Vergata")

*«Il Risparmio Review» is included in JEL on CD, e-JEL and Econlit,  
the electronic indexing and abstracting service  
of the American Economic Association*

# 3/4

Anno LXV – n. 3/4 luglio - dicembre 2017

Rivista trimestrale dell'ACRI - Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa



Redazione:  
Via del Corso, 267 - 00186 Roma  
Tel. 06.68.18.43.87 - Fax 06.68.18.42.23  
[elisabetta.boccia@acri.it](mailto:elisabetta.boccia@acri.it)  
[www.ilrisparmioreview.it](http://www.ilrisparmioreview.it)  
[www.acri.it](http://www.acri.it)

Codice ISSN 0035-5615 (print)  
Codice ISSN 1971-9515 (online)

Le opinioni espresse negli articoli firmati o siglati  
impegnano unicamente la responsabilità dei rispettivi Autori.  
La riproduzione dei testi è consentita, purché ne venga citata la fonte.

## SOMMARIO

93<sup>a</sup> GIORNATA MONDIALE DEL RISPARMIO

Risparmio: quali prospettive?

93<sup>rd</sup> WORLD SAVINGS DAY

*Savings: what are the perspectives?*

Gli interventi di:

GIUSEPPE GUZZETTI

7

ANTONIO PATUELLI

25

IGNAZIO VISCO

33

PIER CARLO PADOAN

51

## ARTICOLI

PAOLO AGNESE - ANTONIO FASANO

Politiche monetarie straordinariamente accomodanti al di là dello ZLB,  
processi di intermediazione finanziaria e riflessi sul credito

*Extraordinarily accommodative monetary policies beyond the ZLB, financial  
intermediation processes and impacts on bank credit*

63

GIACOMO BOESSO - FABRIZIO CERBIONI

Organi di governo e strategia nelle fondazioni italiane:  
risultati di un'indagine nazionale

*Governance and strategy in italian foundations: results of a national survey*

107



**93<sup>a</sup> GIORNATA MONDIALE DEL RISPARMIO**

*93<sup>rd</sup> World Savings Day*

Risparmio: quali prospettive?

*Savings: what are the perspectives?*

*Roma, 31 Ottobre 2017*





**GIUSEPPE GUZZETTI**

*Presidente dell'Acri*  
*Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio SpA*

*Chairman of the Acri*  
*Association of Foundations and Savings Banks*



*«La ripresa da tanto tempo attesa è finalmente arrivata e si sta gradualmente consolidando». Così Giuseppe Guzzetti in apertura del suo intervento alla Giornata Mondiale del Risparmio, dove non ha mancato di sottolineare che la ripresa italiana non è solo il frutto di favorevoli circostanze esterne. «In questi anni difficili il nostro Paese ha finalmente aggredito alcune storiche criticità. Mi limiterò ad accennarne tre. La prima è quella della giustizia civile... i tempi medi evidenziano un trend di diminuzione e così il numero dei procedimenti ... Il secondo esempio è la riforma del diritto fallimentare... è un intervento davvero “rivoluzionario”, perché pone la salvaguardia dell’impresa e delle sue relazioni di mercato al centro delle procedure per regolare le fasi di difficoltà dell’impresa... Il terzo ha come oggetto i pagamenti della pubblica amministrazione... Il ritardo rispetto alle medie europee non è stato interamente colmato, ma i progressi realizzati sono sostanziali e percepibili dalla quotidiana esperienza ancor prima che dalla lettura delle statistiche». Guzzetti ha quindi sottolineato che per cogliere appieno le possibilità di questa fase è necessario che «senza aprire varchi al lassismo nel campo della finanza pubblica o abbandonare la linea delle riforme di struttura, il rigore di Bruxelles lasci spazio a contestuali scelte di sostegno della domanda aggregata». E poi l’importanza degli investimenti: «La debolezza negli investimenti è uno dei più gravi lasciti della negativa congiuntura che ha caratterizzato il recente passato. Negli ultimi tempi si è registrato un loro risveglio, dovuto anche alla migliorata dinamica congiunturale. Ma sono ancora pochi gli indizi che segnalano un flusso di investimenti ad elevato contenuto di innovazione, quelli cioè che costituiscono il principale ingrediente per un salto qualitativo del processo di crescita. Il piano di politica industriale varato un anno fa e focalizzato su una più ampia diffusione dell’innovazione digitale (il cosiddetto Industria 4.0) sta cominciando a dare i primi risultati. Bisognerà, però, attendere per verificare se questo piano riuscirà a determinare risultati davvero significativi. Comunque, diffonde fiducia il constatare che il risveglio degli investimenti sta gradualmente guadagnando vigore. Resta, invece poco favorevole l’andamento degli investimenti pubblici. Il loro inaridimento è stato spesso imputato alle difficoltà determinate dall’elevato debito pubblico e dall’insufficiente riqualificazione della spesa pubblica corrente. Certo molto si può ancora fare in questo senso, ma è noto che il cosiddetto avanzo primario (cioè il disavanzo pubbli-*

*co al netto della spesa per interessi) è positivo da molti anni». Infine le banche: «La rafforzata condizione economico-finanziaria delle imprese (il 73% dichiara di aver chiuso in utile l'esercizio 2016, una percentuale vicina ai massimi del decennio) ha contribuito in misura sostanziale al miglioramento della qualità del credito: il flusso annuo di nuovi prestiti irregolari, arrivato a fine 2013 a sfiorare il 6% del portafoglio prestiti, è sceso costantemente nei trimestri successivi, attestandosi poco sopra il 2% nell'ultima rilevazione, con la prospettiva di un'ulteriore diminuzione. Alla riduzione del flusso dei nuovi prestiti deteriorati le banche combinano spesso ambiziosi programmi di smobilizzo di quelli accumulati durante gli anni della crisi. Si è determinata quindi una catena di fenomeni positivi che, anche su questo terreno, in un futuro ravvicinato porterà l'Italia a riposizionarsi a ridosso delle medie europee».*

**PAROLE CHIAVE:** RISPARMIO • CRESCITA • INVESTIMENTI • ECONOMIA • FINANZA

*« The long-awaited recovery has finally arrived and is gradually consolidating ». So Giuseppe Guzzetti at the opening of his speech at the World Savings Day, where he did not fail to emphasize that the Italian recovery is not only the result of favorable external circumstances. « In these difficult years, our country has finally attacked some historic problems. I will limit myself to mentioning three. The first is that of civil justice ... the average times show a decreasing trend and so the number of proceedings ... The second example is the reform of bankruptcy law ... it is a truly "revolutionary" intervention, because it places the safeguard of the company and its market reports at the heart of the procedures to regulate the company's difficulty stages ... The third concerns public administration payments ... The delay compared to the European averages has not been fully filled, but the progress achieved is substantial and perceptible from the daily experience even before the reading of the statistics ». Guzzetti has therefore stressed that to fully grasp the possibilities of this phase it is necessary that « without opening gaps to the laxity in the field of public finance or abandoning the line of structural reforms, the rigor of Brussels leaves room for contextual choices to support the demand » aggregate. And then the importance of investments: « Weakness in investments is one of the most serious legacies of the negative economic situation that*

*has characterized the recent past. In recent times there has been an awakening, also due to the improved economic dynamics. But there are still few indications that indicate a flow of investments with a high level of innovation, ie those that are the main ingredient for a qualitative leap in the growth process. The industrial policy plan launched a year ago and focused on a wider dissemination of digital innovation (the so-called Industry 4.0) is beginning to give the first results. However, we will have to wait to see if this plan will succeed in determining truly significant results. However, it confirms confidence that the reawakening of investments is gradually gaining strength. The trend of public investments remains rather unfavorable. Their drying up has often been attributed to the difficulties caused by the high public debt and insufficient redevelopment of current public spending. Of course a lot can still be done in this sense, but it is known that the so-called primary surplus (ie the public deficit net of interest expenditure) has been positive for many years ». Lastly, the banks: « The strengthened economic and financial condition of companies (73% said they had closed the year 2016, a percentage close to the highs of the decade) contributed substantially to improving the quality of credit: the annual flow of new irregular loans, which reached 6% of the loan portfolio at the end of 2013, fell steadily in the subsequent quarters, reaching just over 2% in the last survey, with the prospect of a further decrease. To reduce the flow of new impaired loans, banks often combine ambitious programs to dispose of those accumulated during the years of the crisis. Therefore, a chain of positive phenomena has been determined which, even on this ground, in a near future will lead Italy to reposition itself close to the European averages ».*

**KEYWORDS:** SAVINGS • GROWTH • INVESTMENTS • ECONOMY • FINANCE

Gentili Signore e Signori,

in qualità di Presidente di Acri, l'associazione delle Fondazioni di origine bancaria e delle Casse di Risparmio Spa, ringrazio tutti i presenti per la partecipazione numerosa e qualificata a questa novantatreesima edizione della Giornata Mondiale del Risparmio.

Formulo un sincero ringraziamento per aver accolto ancora una volta il nostro invito a portare il loro autorevole contributo a questa iniziativa al Ministro dell'Economia e delle Finanze, Pier Carlo Padoan, al Presidente dell'Abi, Antonio Patuelli, al Governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, al quale esprimo le mie più vive e sentite congratulazioni per la sua riconferma al vertice di Banca d'Italia, riconferma che abbiamo atteso con partecipazione. A lui i miei migliori auguri di buon lavoro per il sessennio che inizia domani. Questa nomina è avvenuta con polemiche di cui non avevamo certamente necessità. Ora c'è bisogno di una decantazione delle tensioni nei rapporti tra organi costituzionali e istituzioni per una proficua collaborazione, nella distinzione e nell'autonomia dei ruoli, a tutti i livelli, nell'interesse del Paese, del sistema finanziario e, non da ultimo, per la tutela del risparmio. Ringrazio, infine, il Presidente della Repubblica, Sergio Mattarella, per aver voluto essere vicino a tutti noi con un Suo messaggio, che mi accingo a leggervi.

\* \* \*

La ripresa da tanto tempo attesa è finalmente arrivata e si sta gradualmente consolidando non solo in Europa ma anche e soprattutto in Italia, che così può lasciarsi alle spalle il peggiore decennio dalla fine del secondo conflitto mondiale. Negli ultimi mesi le indicazioni positive sono divenute sempre più numerose lasciando intravedere un consuntivo favorevole per l'anno in corso e autorizzando aspettative moderatamente positive anche per il prossimo anno. Il rialzo del rating da parte di Standard and Poor's è una conferma della ripresa e della fiducia che l'Italia sta riacquistando sul piano internazionale grazie all'azione del Governo.

La ripresa economica in atto nel Vecchio Continente ha certamente beneficiato del favorevole clima economico finanziario internazionale. Le scelte di politica monetaria della Banca Centrale Europea hanno aiutato l'intera eurozona (e quindi anche l'Italia) a uscire dalla condizione di profonda debolezza e incertezza in cui era precipitata per effetto della prima crisi internazionale del 2008-09 e qualche tempo dopo per le fortissime tensioni determinatesi nel mercato del debito sovrano. Anche i recenti provvedimenti della Bce che segnalano

un ritiro graduale dal piano di quantitative easing vanno nella direzione di mantenere tuttora degli stimoli. Sarebbe, però, un errore cantare vittoria definitiva sulla crisi; occorre continuare a mantenere alta la guardia e adoperarsi per utilizzare tutte le leve possibili per una crescita maggiore e, nel contempo, per proseguire lungo la linea delle riforme strutturali. Nell'area euro l'inflazione è ancora lontana dal target del 2% indicato dalla Bce e si prevede che tale obiettivo sarà conseguito non prima del 2019. Di qui la necessità che proseguano le misure non convenzionali di politica monetaria, nel presupposto che la stabilità dei prezzi si consegue raggiungendo il suddetto target, ma con un'inflazione "buona", che sia conseguenza della crescita dell'economia e dei redditi; diversamente, un aumento generalizzato dei prezzi colpirebbe le classi di reddito meno favorite.

La ripresa italiana non è solo il frutto di favorevoli circostanze esterne. In questi anni difficili il nostro Paese ha finalmente aggredito alcune storiche criticità. Mi limiterò ad accennarne tre. La prima è quella della giustizia civile. Per molti anni la certezza del diritto, condizione non secondaria per il corretto funzionamento di un sistema economico, è stata fortemente indebolita dalla lentezza del sistema giudiziario. Gli interventi normativi compiuti in questi anni per normalizzare l'andamento del contenzioso hanno avuto un indubbio successo: i tempi medi evidenziano un trend di diminuzione e il numero dei procedimenti pendenti è oggi di un terzo inferiore (due milioni di procedimenti in meno!) rispetto al punto massimo (5,7 milioni) toccato nel 2009, un progresso che ha riguardato anche la cosiddetta "giacenza patologica".

Il secondo esempio che vi propongo è la riforma del diritto fallimentare entrata in vigore in questi giorni. Il disegno di legge delega approvato in via definitiva dal Senato per riformare le discipline della crisi di impresa e dell'insolvenza è, infatti, un intervento davvero "rivoluzionario", perché pone la salvaguardia dell'impresa e delle sue relazioni di mercato al centro delle procedure per regolare le fasi di difficoltà dell'impresa. Finalmente la crisi e l'insolvenza sono riconosciute come momenti non patologici nel ciclo di vita di un'impresa, possibilmente da prevenire, ma non da determinare un pregiudizio de-

finitivo e ineliminabile sul futuro dell'impresa stessa. Ora occorre definitivamente chiarire il ruolo della banca nei casi di gravi condizioni dell'impresa affidata, per evitare che erogazioni di prestiti nel tentativo di una ripresa, con le garanzie che l'incertezza richiede, possano essere ricondotte a forme varie di concorso, da parte dell'istituto, nel reato di bancarotta, così come paradossalmente potrebbe accadere per il taglio di finanziamenti in conseguenza della situazione aziendale.

Il terzo ha come oggetto i pagamenti della pubblica amministrazione. Alcuni anni fa i ritardi nei pagamenti dovuti da enti statali erano davvero inaccettabili e producevano pesanti ricadute anche sul circuito dei pagamenti tra privati, acuendo così una congiuntura economica e finanziaria già straordinariamente difficile. In questo caso il cuore dell'intervento è la piattaforma informatica realizzata dal Mef, piattaforma che oggi monitora l'esito di quasi 30 milioni di fatture per un importo di 150 miliardi di euro. Il ritardo rispetto alle medie europee non è stato interamente colmato, ma i progressi realizzati sono sostanziali e percepibili dalla quotidiana esperienza ancor prima che dalla lettura delle statistiche.

All'uscita da un decennio segnato da una doppia recessione il tessuto imprenditoriale del nostro Paese appare profondamente mutato, non ultimo per il suo evidente rafforzamento sotto il profilo finanziario; un percorso che ci auguriamo possa ancora proseguire. Prima dello scoppio della crisi, le strategie aziendali riconoscevano decisamente poco spazio al tema della tenuta finanziaria, che con elevata frequenza era argomento totalmente omesso. Le contenute dimensioni e il diffuso profilo familiare sono i fattori cui può essere attribuita la responsabilità primaria di questo errore, che ha sensibilmente amplificato le conseguenze della lunga e sfavorevole congiuntura. Numerose analisi concordano nell'evidenziare che questa debolezza, se non ancora risolta, è stata comunque ridimensionata. Rispetto a un passato lontano solo pochi anni, le imprese italiane appaiono oggi più dotate sul piano patrimoniale, con un livello di indebitamento ancora elevato ma più sostenibile, con una maggiore disponibilità di liquidità. Questo migliorato assetto finanziario non solo le rende meno vulnerabili nel caso di impreviste fasi negative della loro attività, ma le pone



anche nella condizione di poter cogliere le opportunità di un ciclo economico favorevole.

La rafforzata condizione economico-finanziaria delle imprese (il 73% dichiara di aver chiuso in utile l'esercizio 2016, una percentuale vicina ai massimi del decennio) ha contribuito in misura sostanziale al miglioramento della qualità del credito: il flusso annuo di nuovi prestiti irregolari, arrivato a fine 2013 a sfiorare il 6% del portafoglio prestiti, è sceso costantemente nei trimestri successivi, attestandosi poco sopra il 2% nell'ultima rilevazione, con la prospettiva di un'ulteriore diminuzione. Alla riduzione del flusso dei nuovi prestiti deteriorati le banche combinano spesso ambiziosi programmi di smobilizzo di quelli accumulati durante gli anni della crisi. Si è determinata quindi una catena di fenomeni positivi che, anche su questo terreno, in un futuro ravvicinato porterà l'Italia a riposizionarsi a ridosso delle medie europee.

I recenti indirizzi della Vigilanza unica contenuti nell'Addendum alle disposizioni sulla gestione dei crediti in questione, che fondano la dismissione su un discutibile automatismo, sottovalutando le diversità delle giurisdizioni, la capacità di gestione degli stessi prestiti a livello aziendale e le conseguenze per il riversamento sul mercato di grandi quantità di tali finanziamenti favorendo nettamente i potenziali acquirenti, vanno nettamente riconsiderati. In più, si trascura l'impatto che la loro applicazione potrebbe avere, concentrando le azioni sul patrimonio, nelle quantità di prestiti erogabili. Sono indirizzi, questi, che obbediscono a una "filosofia" dei controlli che presenta molti punti assai discutibili, basata com'è sull'assoluta predominanza dell'attenzione al patrimonio e su di un'incessante emanazione di norme. A tre anni dall'introduzione della Vigilanza accentrata, occorrerebbe un esame approfondito dell'esperienza sinora compiuta, innanzitutto per porre rimedio alle impostazioni difficilmente condivisibili e per dare corpo anche in questo campo al principio di sussidiarietà. Lo esige una efficace tutela del risparmio e un migliore sostegno, con la leva del credito, a famiglie e imprese. Si impone, poi, un deciso miglioramento della comunicazione istituzionale.

La positiva e rapida evoluzione della qualità degli attivi della maggior parte delle banche italiane è il risultato della felice combinazione di molti fattori, in primis congiuntura economica e migliore capacità di selezione della clientela. E per questo che concordiamo con chi giudica inopportuna l'ipotesi di inasprire ulteriormente il trattamento contabile dei prestiti deteriorati. Riteniamo ora più utile consentire una stabilizzazione della congiuntura economica e una valutazione ex-post delle numerose novità normative introdotte in questi anni su questo terreno.

Fondamentale resta, comunque, ai fini dell'occupazione una crescita maggiore che poggi su un più accentuato sviluppo degli investimenti pubblici e privati e su una strategia volta al miglioramento della produttività totale dei fattori. Crescita, produttività, competitività, innovazione costituiscono un quartetto cruciale per migliorare l'occupazione, accanto alle misure che la interessano direttamente. Prima o poi - in occasione di una necessaria revisione del Fiscal compact, che molti giustamente non vogliono entri nel diritto comunitario - bisognerà affrontare il problema dell'esclusione degli investimenti pubblici dal vincolo del pareggio di bilancio, applicando la cosiddetta "golden rule".

Di un salto qualitativo abbiamo assolutamente bisogno per riportare alla normalità il nostro mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione ufficiale è sensibilmente più alto sia di quanto prevale nell'eurozona sia di quanto non fosse prima della crisi del 2008-09. La disoccupazione giovanile, inoltre, non solo è salita considerevolmente di più del tasso di disoccupazione complessivo, ma manifesta ora maggiore difficoltà a ridursi: alla più recente verifica risultava pari al 35%, quasi il doppio della già elevata media dell'eurozona. Si tratta di un problema da affrontare con la massima determinazione, perché un fenomeno di tale gravità ha durevoli implicazioni negative sulla dinamica della produttività e dell'innovazione. Come giustamente sottolineato dal presidente della Bce Mario Draghi, prima che preoccupazioni di ordine economico, sono ragioni di giustizia e di etica sociale quelle che sollecitano decisi interventi su questo terreno.

Adesso che la macchina economico-produttiva si è rimessa in moto dobbiamo ridimensionare l'attenzione che rivolgiamo alle problematiche di breve periodo e mettere meglio a fuoco come plasmare il futuro del nostro Paese. Di questo futuro fanno certamente parte gli investimenti, attività la cui debolezza è uno dei più gravi lasciti della negativa congiuntura che ha caratterizzato il recente passato. Negli ultimi tempi si è registrato un loro risveglio, dovuto anche alla migliorata dinamica congiunturale. Ma sono ancora pochi gli indizi che segnalano un flusso di investimenti ad elevato contenuto di innovazione, quelli cioè che costituiscono il principale ingrediente per un salto qualitativo del processo di crescita. Il piano di politica industriale varato un anno fa e focalizzato su una più ampia diffusione dell'innovazione digitale (il cosiddetto Industria 4.0) sta cominciando a dare i primi risultati. Bisognerà, però, attendere per verificare se questo piano riuscirà a determinare risultati davvero significativi. Comunque, diffonde fiducia il constatare che il risveglio degli investimenti sta gradualmente guadagnando vigore. Resta, invece poco favorevole l'andamento degli investimenti pubblici. Il loro inaridimento è stato spesso imputato alle difficoltà determinate dall'elevato debito pubblico e dall'insufficiente riqualificazione della spesa pubblica corrente. Certo molto si può ancora fare in questo senso, ma è noto che il cosiddetto avanzo primario (cioè il disavanzo pubblico al netto della spesa per interessi) è positivo da molti anni.

Un piano organico per la riduzione del debito, che grava enormemente sulla nostra economia e rappresenta anche la palla al piede per il rilancio dello sviluppo, è tuttavia necessario. Da un lato, bisogna fare leva sulla crescita che, però, dovrebbe essere maggiore di quella prevista perché dia un contributo efficace, magari insieme all'auspicabile risalita dell'inflazione verso il target del 2 per cento; dall'altro, sono necessarie misure specifiche di mercato riguardanti il debito, anche se destinate a operare in diversi anni, ma secondo una logica sequenziale e con scadenze certe. Si è riusciti a spezzare il circolo vizioso tra debito sovrano e situazione delle banche. Nessun rischio, però, può dirsi fugato fino a che permane l'abnormità del livello del debito che, in definitiva, costituisce uno dei principali fra i mali più insidiosi e immanenti per il nostro Paese.

Per un rilancio significativo dell'Italia sono più che necessari investimenti che si traducano in infrastrutture, funzionali alle logiche dello sviluppo. Il loro livello oggi risulta modesto, sia che lo si valuti in una prospettiva temporale, sia che lo si confronti con il resto dell'area euro. Pur tenendo conto che la nostra spesa annua per interessi sul debito pubblico è pari a circa quattro punti di Pil, le condizioni sono oggi idonee per un piano di rafforzamento delle infrastrutture ai fini della messa in sicurezza e dell'ammodernamento del Paese. La Cassa Depositi e Prestiti, di cui le Fondazioni di origine bancaria sono azioniste, sta dando un contributo non secondario in questo senso. Esprimiamo una positiva valutazione dell'operato di Cdp e il pieno sostegno al presidente Costamagna e all'amministratore delegato Gallia, che stanno assolvendo con competenza e impegno alla "nuova" funzione della Cassa di ente promotore dello sviluppo economico del Paese. È, a nostro avviso, indispensabile evitare qualsiasi tentazione di coinvolgere Cdp in operazioni apertamente in contrasto con il suo statuto, che vieta di investire in aziende in perdita; ciò al fine di non comprometterne la capacità di sostegno all'economia, il patrimonio, gli equilibri di bilancio e di conto economico. Le Fondazioni azioniste non daranno mai il loro assenso – determinante per statuto – a simili operazioni. Per cogliere appieno le possibilità di questa fase è necessario che, senza aprire varchi al lassismo nel campo della finanza pubblica o abbandonare la linea delle riforme di struttura, il rigore di Bruxelles lasci spazio a contestuali scelte di sostegno della domanda aggregata.

Se parlare di futuro implica un diretto riferimento alla dinamica del processo di investimento, altrettanto forte è il legame tra risparmio e investimenti. A livello di collettività il primo ha la sua ragion d'essere nella realizzazione dei secondi. Se le risorse sottratte a un utilizzo immediato (e quindi soprattutto ai consumi) non si traducono in tempi ristretti in investimenti, si apre la strada a un'involuzione di segno depressivo. Il malfunzionamento, o anche solo l'indebolimento, del legame tra risparmio e investimenti rende problematico per una collettività l'avvio di una prospettiva di sviluppo.

La propensione al risparmio delle famiglie italiane ha subito negli anni della crisi una riduzione, che riflette la necessità degli italiani di attenuare le ricadute sui consumi determinate dall'ampia flessione del reddito disponibile. È un andamento che ha tentato di fornire un rimedio alle evidenti carenze del nostro sistema di welfare sociale. Purtroppo, si è trattato di una compensazione solo parziale, come testimonia l'aumento e l'allargamento delle realtà di povertà e di disagio sociale nel nostro Paese. Il fenomeno della povertà assoluta coinvolge in Italia oltre 4,7 milioni di persone, delle quali 1,3 milioni sono minori (Istat, luglio 2017). E certamente positiva è stata la scelta del Governo nel 2016 di varare un apposito fondo strutturale per contrastarla e oggi la proposta di un reddito di inclusione.

Le Fondazioni di origine bancaria sono in campo da tempo per attenuare l'impatto della povertà sulle famiglie, con i loro numerosi progetti di welfare, che comprendono ormai anche interventi di supporto per l'acquisto di beni e servizi, soprattutto tramite empori solidali gestiti da enti del Terzo settore o sussidiati gratuitamente a favore di anziani, disabili, ex detenuti e minori stranieri non accompagnati. È significativo che nel 2016 al welfare - che raccoglie i settori di Assistenza sociale, Salute pubblica e Volontariato - siano stati destinati 293 milioni di euro, pari al 28,5% delle nostre erogazioni, per interventi non sostitutivi dei servizi pubblici. A queste risorse vanno sommati i 120 milioni di euro specificatamente indirizzati al Fondo per il Contrasto della Povertà Educativa Minorile, generando così un ammontare complessivo di erogazioni per il welfare di 413 milioni di euro.

Realizzato grazie a un accordo fra l'Acri e il Governo, con la collaborazione del Terzo settore, del volontariato e delle scuole, il Fondo per il contrasto della povertà educativa minorile è uno dei più importanti fra i progetti collettivi delle Fondazioni. Nel loro insieme esse lo alimentano con un contributo di 120 milioni di euro all'anno, per tre anni, a partire dal 2016, assistito da un credito d'imposta che il Governo ha loro riconosciuto, segno evidente dell'importanza strategica da esso attribuito all'iniziativa.

Nel disegno di Legge di bilancio 2018 si riconosce alle Fondazioni (art.26) un credito d'imposta per tre anni (2019, 2020, 2021) del 65%, fino a un massimo di 100 milioni di euro all'anno, sulle loro erogazioni per il finanziamento di interventi e misure di contrasto alla povertà, al disagio di famiglie con minori, nonché di sostegno alla domiciliazione delle cure agli anziani e ai disabili. Si tratta di una misura che va a incidere positivamente su bisogni primari, incentivando l'impegno delle Fondazioni su un fronte quale quello del welfare di comunità sul quale sono già significativamente impegnate, che così potrà essere ulteriormente rafforzato e potenziato. Questo non è dunque un regalo alle Fondazioni, ma una misura che riconosce il loro ruolo in questo campo quali agenti di innovazione e di attivatore del Terzo settore. Dalla sua sperimentazione possono scaturire utili modelli di intervento per l'intero Paese, come è già avvenuto per l'housing sociale, che sperimentato sul campo da alcune Fondazioni è oggi un progetto nazionale, o il già citato Piano di contrasto alla povertà educativa minore. Sono grato per questo al ministro Pier Carlo Padoan ed esprimo il più profondo apprezzamento per le priorità che il Governo, finalmente, ha ritenuto di affrontare, come il reddito di inclusione e il sostegno alle famiglie in povertà.

Da alcuni trimestri il tasso di risparmio delle famiglie sta manifestando segnali di recupero - nel 2016 hanno risparmiato il 10,59% del reddito disponibile - tornando oltre la soglia delle due cifre. Secondo l'Istat il flusso lordo del risparmio è (ampiamente) al di sopra dei 100 miliardi di euro l'anno. Si tratta di un risparmio guidato soprattutto da motivazioni precauzionali, un orientamento che riflette l'ancora difficile situazione del mercato del lavoro, ove quasi 7 milioni di persone sono disoccupate o hanno un'occupazione a termine o con orario ridotto. Dopo anni difficili e carichi di incertezza ricostruire un visione fiduciosa del futuro richiede inevitabilmente tempo. Come segnala anche l'ultima indagine Acri - Ipsos su "Gli Italiani e il Risparmio", presentata ieri, il 2017 mostra un "lento ritorno alla normalità": paura e preoccupazioni, pur ancora presenti, stanno lasciando spazio a un atteggiamento più tranquillo e fiducioso nel futuro, anche se con forti differenze territoriali.

È da sottolineare che a una caparbia volontà di risparmio gli italiani uniscono una tradizionale cautela nei confronti dell'indebitamento, che rimane nettamente inferiore a quanto riscontrabile nel resto dell'eurozona. Al netto dei debiti e degli immobili, il patrimonio finanziario degli italiani è di 3.240 miliardi di euro a fronte di un debito pubblico di 2.279 miliardi. Il risparmio è una delle condizioni che hanno sostenuto il nostro Paese nei momenti più difficili del recente passato. Se le nostre famiglie avessero livelli di indebitamento analoghi a quelli di altri paesi la vicenda italiana, già gravata da un enorme debito pubblico e dalla fragilità finanziaria di larga parte delle imprese, sarebbe stata decisamente più difficile da gestire.

Eccoci dunque al tema specifico di questa novantatreesima Giornata Mondiale del Risparmio, "Risparmio: quali prospettive?". Il risparmio è realtà da maneggiare con particolare cura. Tra i molti errori che dobbiamo evitare uno dei più gravi è quello di considerare il risparmio delle famiglie come una pianta che cresce spontaneamente, che non ha bisogno di attenzioni e di cui dobbiamo solo organizzare la raccolta. Il risparmio invece ha bisogno di cure e tutele perché coinvolge in profondità l'esistenza di tutti. A fianco di quello finalizzato alla costituzione di riserve precauzionali, la motivazione più potente del risparmio è quella che esprime la volontà di realizzare importanti progetti personali o familiari. Può trattarsi del possibile acquisto di un'abitazione o di un importante bene di consumo durevole o anche del finanziamento di un periodo di formazione aggiuntivo per i propri figli, etc. Ne deriva che la considerazione del risparmio non può essere messa sullo stesso piano dell'attività di investimento finanziario. Non dovrebbe mai verificarsi che il fallimento negli impieghi possa riguardare la totalità o gran parte dei risparmi di una persona. Protezione del capitale e liquidità sono per il risparmiatore due capitali irrinunciabili. Oggi (non diversamente dal passato) la gestione e l'investimento del risparmio (quello delle famiglie soprattutto) merita quindi cure, attenzioni e tutele, ma prim'ancora rispetto.

L'Italia è uno dei pochi paesi che esplicitamente preveda nella sua Costituzione la tutela del risparmio (art. 47) e che quindi indichi questa esigenza come obiettivo non secondario dell'azione delle istituzioni.

Come sappiamo bene, la saggia sottolineatura dei padri costituenti non ha impedito che la legislazione in materia sia stata per lungo tempo complessivamente deficitaria, in alcuni casi perché assente, in altri perché datata e, quindi, inefficace.

Negli anni più recenti, anche su questo terreno gli interventi hanno assunto una dimensione tendenzialmente più europea: un percorso decisamente promettente, che però richiede ancora molti sforzi per essere completato. All'inizio del prossimo anno entrerà in vigore la cosiddetta Mifid 2. Si tratta di una normativa europea che rivede e amplia precedenti disposizioni (Mifid) in materia di prestazione dei servizi di investimento, di tutela degli investitori retail, di definizione dei servizi di consulenza indipendente, etc. Con la sua adozione si vuole aumentare la trasparenza delle negoziazioni, ma soprattutto la tutela degli investitori, tutela che dovrebbe aumentare anche sul fronte dell'informazione. Uno dei passi per raggiungere questo obiettivo sarà il cosiddetto KID (Key Information Document), un documento non più ampio di tre pagine, che dovrà contenere le informazioni chiave per aiutare qualunque tipo di risparmiatore ad assumere decisioni d'investimento consapevoli.

La prossima entrata in vigore della Mifid 2 richiede un'ampia e tempestiva azione informativa a cura delle competenti autorità, degli intermediari, delle associazioni di settore. Dopo la negativa esperienza, anche sul piano informativo, dell'introduzione del "burden sharing" e del "bail in" questa volta non è consentito sbagliare sul piano della comunicazione e del coinvolgimento dei risparmiatori. Sarebbe opportuna la redazione di un piano che coinvolga tutti i soggetti che sono tenuti a questo tassativo dovere di informare e accortamente consigliare.

I cittadini devono essere attrezzati sempre meglio riguardo all'impiego dei propri risparmi. Considerata anche la crescente allocazione in organismi finanziari esteri, è importante che, con politiche adeguate, si riesca a "fissare" il risparmio nella nostra economia corrispondendo alla "ratio" dell'art.47 della Costituzione che tutela questa risorsa collegandola direttamente allo sviluppo degli impieghi. Si pone l'e-



sigenza di un'organica politica del risparmio, all'altezza delle opportunità, ma anche dei vincoli delle tumultuose innovazioni finanziarie e degli impatti della globalizzazione, che interessi i rami alti e quelli intermedi: dalla politica economica e di finanza pubblica alla politica monetaria, alla tutela del risparmiatore-utente, agendo sul piano della trasparenza e correttezza negoziale, nonché sulla diligenza e sulla capacità dell'intermediario di mettere in condizione il risparmiatore di poter scegliere con adeguata consapevolezza e in condizioni di equilibrio negoziale, considerata la natura di contraente-debole di solito rivestita dal cliente. Nel campo della finanza e degli investimenti pochi sono gli italiani che comprendono fino in fondo quello di cui si sta parlando. Quindi per la tutela del risparmio e della sua valorizzazione è fondamentale anche un miglior livello di alfabetizzazione finanziaria. L'adozione di una misura legislativa per l'educazione finanziaria come il "Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria", istituito con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze di concerto con il Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca e il Ministro dello sviluppo economico con l'obiettivo di promuovere e programmare iniziative di sensibilizzazione ed educazione finanziaria, è senz'altro utile e necessaria per dare a questa branca dell'istruzione il rilievo dovuto nei programmi delle scuole di ogni ordine e grado.

Sono alla conclusione del mio intervento. Sono certo che la tenuta complessiva mostrata nei difficili anni di crisi appena superati testimonia che l'Italia ha le energie necessarie per affrontare con successo le sfide che l'attendono. Tuttavia non dobbiamo dimenticare per il futuro che l'uomo non può vivere senza speranza. La speranza va garantita ai bambini che nascono, ai giovani, affinché possano costruire un domani migliore dell'oggi, agli anziani, che meritano una senilità serena. Grazie.



**ANTONIO PATUELLI**

*Presidente dell'ABI  
Associazione Bancaria Italiana*

*Chairman of the ABI  
Italian Banking Association*



*«Per superare le conseguenze della crisi e favorire la ripresa, le banche in Italia sono impegnate con 152 miliardi di euro di accantonamenti negli ultimi sei anni, con circa 70 miliardi di aumenti di capitale negli ultimi dieci anni, con 10 miliardi, negli ultimi tre anni, per i vari fondi italiani ed europei per le banche in difficoltà». Così Antonio Patuelli, presidente dell'Abi, alla 93ª Giornata organizzata da Acri. «La Repubblica Italiana ha speso molto meno, anche a confronto con gli altri Paesi europei, pur avendo fatto, nell'anno trascorso, tre importanti interventi, con un impegno di meno di dieci miliardi che dovranno essere largamente recuperati dalla vendita della banca ora in via di nazionalizzazione e con il recupero dei crediti deteriorati delle due banche venete. Parallelamente a questi enormi sforzi, le banche in Italia stanno sempre più modernizzando i propri processi produttivi. Si è ridotto fortemente il numero dei gruppi bancari e delle banche indipendenti che nel 2018 saranno ancor meno delle 115 che avevamo previsto a luglio, ma ciò non dovrà limitare la concorrenza. Le banche in Italia aumentano i prestiti a famiglie e imprese con infimi tassi d'interesse, hanno fortemente ridotto le sofferenze nette, nei primi otto mesi di quest'anno, addirittura di un quarto, dagli 86,8 miliardi di dicembre 2016 ai 65,3 di agosto scorso, con un impegno corale che prosegue intensamente e che ha bisogno di norme certe e stabili...*

*Tutto il mondo produttivo italiano chiede alle istituzioni europee di stabilizzare le regole per le banche che influiscono sugli altri settori d'impresa, senza imprevisti, promuovendo regole identiche, anche con Testi Unici europei innanzitutto di diritto bancario, finanziario e penale dell'economia, per superare i limiti di un'Unione bancaria, troppo incompleta. In questa settimana si compiono anche i primi tre anni di Vigilanza unica. Confidiamo nelle plurime iniziative di accertamento delle responsabilità nelle crisi bancarie, sia della Magistratura, sia della Commissione parlamentare d'inchiesta. Confidiamo in conclusioni rapide che attribuiscono le responsabilità a chi le ha avute e voltino pagina. La confusione non favorisce la fiducia e la ripresa...*

*Le banche debbono fare fino in fondo la loro parte per contribuire al recupero della speranza e della fiducia, premesse per la più cospicua ripresa dello sviluppo e dell'occupazione... In Italia operano nel pluralismo competitivo, con scelte d'impresa che debbono essere sempre orientate a far compiere a ciascuno, in piena consapevolezza, le scelte*

*degli investimenti finanziari in piena responsabilità e in coerenza con gli orientamenti di ognuno... Chiediamo che sia piena e tempestiva l'applicazione della "Mifid 2"... La trasparenza deve essere piena e completa anche su ogni dettaglio... L'economia e la finanza debbono operare sempre secondo la più scrupolosa applicazione delle regole e, in più, con sensibilità etiche anche superiori a quelle imposte dalle norme, con un rigore culturale e morale che deve divenire crescentemente etica pubblica e rispetto del valore dei limiti pubblici e privati».*

**PAROLE CHIAVE:** BANCHE • ECONOMIA • FINANZA • RIPRESA • TRASPARENZA

*«To overcome the consequences of the crisis and encourage recovery, Italian banks are committed with 152 billion euros of provisions over the last six years, with about 70 billion capital increases in the last ten years, with 10 billion, in the last three for the various Italian and European funds for troubled banks ». This is Antonio Patuelli, president of Abi, at the 93rd Day organized by Acri. «The Italian Republic has spent much less, also in comparison with other European countries, despite having made, in the past year, three important interventions, with a commitment of less than ten billion that will have to be largely recovered from the sale of the bank now in route of nationalization and with the recovery of impaired loans of the two Veneto banks. Parallel to these enormous efforts, Italian banks are increasingly modernizing their production processes. The number of banking groups and independent banks has shrunk, which in 2018 will be even less than the 115 that we had foreseen in July, but this should not limit competition. Banks in Italy are increasing loans to households and businesses with lower interest rates, they have strongly reduced net non-performing loans, in the first eight months of this year, even by a quarter, from 86.8 billion in December 2016 to 65, 3 of last August, with a choral commitment that continues intensely and which needs certain and stable rules ...*

*The whole Italian productive world asks the European institutions to stabilize the rules for the banks that influence the other sectors of the business, without unexpected events, promoting identical rules, even with European Unified Texts, first of all banking, financial and penal law of the economy, for exceed the limits of a banking union, too incomplete. This week the first three years of single supervision are also held. We trust in*

*the many initiatives to ascertain responsibilities in banking crises, both of the Magistracy and of the parliamentary commission of inquiry. We trust in quick conclusions that attribute responsibilities to those who have had them and turn the page. Confusion does not promote trust and recovery ... The banks must do their part to the end to contribute to the recovery of hope and trust, premise for the greatest recovery in development and employment ... In Italy they operate in competitive pluralism, with business choices that must always be oriented to make everyone, in full awareness, make the choices of financial investments in full responsibility and in accordance with the guidelines of each one ... We ask that the application of the "Mifid 2" be full and timely ... Transparency must be full and complete also on every detail ... Economy and finance must always operate according to the most scrupulous application of the rules and, moreover, with ethical sensitivities even higher than those imposed by the rules, with a cultural rigor and morality that must increasingly become public ethics and respect for the value of public and private limits*

**KEYWORDS:** BANKS • ECONOMY • FINANCE • RECOVERY • TRANSPARENCY

Per superare le conseguenze della crisi e favorire la ripresa, le banche in Italia sono impegnate con 152 miliardi di Euro di accantonamenti negli ultimi sei anni, con circa 70 miliardi di aumenti di capitale negli ultimi dieci anni, con dieci miliardi, negli ultimi tre anni, per i vari fondi italiani ed europei per le banche in difficoltà.

La Repubblica Italiana ha speso molto meno, anche a confronto con gli altri Paesi europei, pur avendo fatto, nell'anno trascorso, tre importanti interventi, con un impegno di meno di dieci miliardi che dovranno essere largamente recuperati dalla vendita della banca ora in via di nazionalizzazione e con il recupero dei crediti deteriorati delle due banche venete.

Parallelamente a questi enormi sforzi, le banche in Italia stanno sempre più modernizzando i propri processi produttivi.

Si è ridotto fortemente il numero dei gruppi bancari e delle banche

indipendenti che nel 2018 saranno ancor meno delle 115 che avevamo previsto a luglio, ma ciò non dovrà limitare la concorrenza.

Le banche in Italia aumentano i prestiti a famiglie e imprese con infimi tassi d'interesse, hanno fortemente ridotto le sofferenze nette, nei primi otto mesi di quest'anno, addirittura di un quarto, dagli 86,8 miliardi di dicembre 2016 ai 65,3 di agosto scorso, con un impegno corale che prosegue intensamente e che ha bisogno di norme certe e stabili.

Le istituzioni italiane hanno posto in essere importanti misure di adeguamento normativo alle migliori regole vigenti in Europa, anche con l'approvazione della legge delega per la riforma del diritto fallimentare e con le nuove linee guida del Consiglio Superiore della Magistratura in materia di buone prassi per le esecuzioni immobiliari.

Diamo atto alla Banca d'Italia di orientamenti sempre equilibrati e costruttivi per irrobustire la ripresa.

Tutto il mondo produttivo italiano chiede alle istituzioni europee di stabilizzare le regole per le banche che influiscono sugli altri settori d'impresa, senza imprevisti, promuovendo regole identiche, anche con Testi Unici europei innanzitutto di diritto bancario, finanziario e penale dell'economia, per superare i limiti di un'Unione bancaria, troppo incompleta.

In questa settimana si compiono anche i primi tre anni di Vigilanza unica.

Confidiamo nelle plurime iniziative di accertamento delle responsabilità nelle crisi bancarie, sia della Magistratura, sia della Commissione parlamentare d'inchiesta.

Confidiamo in conclusioni rapide che attribuiscono le responsabilità a chi le ha avute e voltino pagina.



La confusione non favorisce la fiducia e la ripresa. Occorre guardare avanti, costruire insieme la ripresa, correggendo le cause della crisi e non estremizzando i rimedi normativi.

Operiamo per l'innovazione competitiva del mondo delle imprese italiane nei mercati internazionali, che va sostenuta con politiche che incentivino i fattori produttivi.

Bisogna compiere ogni sforzo per superare la crisi morale che è seguita in Europa a quelle finanziarie e sociali.

“I capitali materiali non sono quel che più importa per la rinascita”, quando ciò che conta soprattutto è “la fiducia nell’avvenire”, scriveva Luigi Einaudi nella fatidica estate del 1943.

Le banche debbono fare fino in fondo la loro parte per contribuire al recupero della speranza e della fiducia, premesse per la più cospicua ripresa dello sviluppo e dell’occupazione.

La ripresa dei nazionalismi nel vecchio continente è una risposta emotiva e non lungimirante: la ragione non deve stancarsi di combattere per un futuro migliore per tutti e per lo sviluppo dei processi di civilizzazione.

Dal primo gennaio prossimo entreranno in vigore nuovi principi contabili internazionali e le nuove regole di trasparenza nei servizi finanziari, note come “Mifid 2” e il da tempo da noi auspicato documento sintetico illustrativo dei prodotti di investimento finanziari e assicurativi.

Le banche in Italia operano nel pluralismo competitivo, con scelte d’impresa che debbono essere sempre orientate a far compiere a ciascuno, in piena consapevolezza, le scelte degli investimenti finanziari in piena responsabilità e in coerenza con gli orientamenti di ognuno.

Chiediamo che sia piena e tempestiva l’applicazione della “Mifid 2” da parte delle banche e dei soggetti ad esse concorrenti nella vendita

dei prodotti finanziari.

La trasparenza deve essere piena e completa anche su ogni dettaglio, compresi i costi delle commissioni e dei servizi.

Chiediamo che gli indicatori sintetici di costo dei prodotti e servizi bancari e finanziari siano definiti con criteri identici in tutta l'Europa dell'Unione bancaria.

L'ABI e i Sindacati hanno firmato un importante accordo d'avanguardia in Europa sulle politiche commerciali per evitare pressioni indebite sui lavoratori.

L'economia e la finanza debbono operare sempre secondo la più scrupolosa applicazione delle regole e, in più, con sensibilità etiche anche superiori a quelle imposte dalle norme, con un rigore culturale e morale che deve divenire crescentemente etica pubblica e rispetto del valore dei limiti pubblici e privati.

\* \* \*

Ringrazio il Presidente Guzzetti per l'impegno dell'ACRI per l'educazione finanziaria e per le attività dell'ACRI dove sono rappresentati diversi dei più responsabili investitori istituzionali che contribuiscono alla stabilità e alla solidità delle banche in Italia, presupposto importante per la ripresa della fiducia e dello sviluppo.

**IGNAZIO VISCO**

*Governatore della Banca d'Italia*

*Governor of the Bank of Italy*



*Alla Giornata del Risparmio un ampio excursus sull'evoluzione dell'andamento del risparmio in Italia ha introdotto la riflessione del Governatore Ignazio Visco sulla sua tutela. Ne riportiamo brevi stralci. «Alla tutela del risparmio concorrono due ampie categorie di politiche pubbliche, quelle volte a garantire la stabilità del sistema finanziario e quelle a difesa del risparmiatore... Politiche economiche in grado di favorire la crescita dell'economia rappresentano un baluardo indispensabile per la tutela del risparmio. Il valore delle attività finanziarie discende da quello dei beni reali... Un'economia che non cresce non può generare le risorse necessarie per remunerare i capitali investiti nelle imprese, per sostenere l'onere del debito pubblico, per consentire alle famiglie di ripagare i debiti. La debolezza della crescita economica ha effetti ancora più gravi sulla ricchezza finanziaria se si accompagna a un eccesso di debito in alcuni settori. La recente crisi finanziaria fornisce esempi drammatici della gravità di questi rischi. In Italia è stata proprio la combinazione di bassa crescita strutturale e debito pubblico elevato che ha esacerbato i problemi del settore bancario...*

*Alle politiche macroeconomiche si affiancano quelle volte a garantire la forza del sistema finanziario nel suo complesso, e di quello bancario in particolare. Con la crisi si è intensificata l'azione normativa a livello internazionale, volta a ridurre la rischiosità degli intermediari. Ne sono conseguiti l'innalzamento della quantità e della qualità del capitale delle banche, l'introduzione di requisiti di liquidità e di vincoli alla trasformazione delle scadenze, la definizione di limiti alla leva finanziaria. Sono stati inoltre rafforzati i sistemi di governo societario e adottati requisiti prudenziali aggiuntivi per le istituzioni a rilevanza sistemica. È stato altresì rivisto il sistema di gestione delle crisi bancarie, con l'esplicito intento di concentrarne gli oneri in primo luogo, se non unicamente, sui detentori delle passività degli intermediari, con l'eccezione dei depositanti protetti dai sistemi di garanzia...*

*La supervisione sulle banche riduce significativamente la probabilità che si verifichino crisi bancarie, ma non può annullarla. Gli accertamenti di vigilanza richiedono analisi accurate e complesse, in loco e a distanza; non possono fare ricorso ai poteri che la legge riserva all'autorità giudiziaria e alle forze di polizia. Nella gran parte dei casi di difficoltà dei singoli intermediari l'analisi dei dati disponibili, l'esame dei fattori di rischio, gli esposti vagliati, le indagini ispettive hanno permesso di pre-*

*servare la sana e prudente gestione degli intermediari e di risolvere, con determinazione e con il necessario riserbo, situazioni di tensione.*

*Le banche sono imprese; in condizioni normali, anche in presenza di difficoltà, la Vigilanza non può sostituirsi agli amministratori. Operazioni poste in essere rapidamente per eludere i controlli, per aggirare regole e limiti possono compromettere la stabilità dell'intermediario. I fenomeni più gravi sono stati individuati per tempo e tempestivamente segnalati all'autorità giudiziaria, anche se non sempre questo è sufficiente a evitare una crisi... La tutela del risparmio richiede stabilità monetaria e stabilità finanziaria; le decisioni e gli interventi di banca centrale e di vigilanza le perseguono con determinazione; sui comportamenti delle singole banche la supervisione è ferma e intensa».*

**PAROLE CHIAVE:** TUTELA DEL RISPARMIO • CRESCITA ECONOMICA • STABILITÀ MONETARIA • SISTEMA FINANZIARIO

*At the Savings Day, a wide excursus on the evolution of the saving trend in Italy introduced the reaction of Governor Ignazio Visco on his protection. We report short excerpts. «Two categories of public policies contribute to the protection of savings, those aimed at guaranteeing the stability of the financial system and those protecting the saver ... Economic policies capable of favoring economic growth are an indispensable bastion for the protection of savings. The value of financial assets derives from that of real assets ... An economy that does not grow can not generate the resources necessary to remunerate the capital invested in businesses, to support the burden of public debt, to allow families to repay the debts. The weakness of economic growth has even more serious effects on financial wealth if it is accompanied by an excess of debt in some sectors. The recent financial crisis provides dramatic examples of the severity of these risks. In Italy it was precisely the combination of low structural growth and high public debt that exacerbated the problems of the banking sector ...*

*Macroeconomic policies are supported by those aimed at guaranteeing the strength of the financial system as a whole, and of the banking system in particular. With the crisis, regulatory action at international level has intensified, aimed at reducing the riskiness of intermediaries. This has led to an increase in the quantity and quality of banks' capital, the intro-*

*duction of liquidity requirements and restrictions on the transformation of maturities, the definition of limits on leverage. Corporate governance systems have also been strengthened and additional prudential requirements have been adopted for systemically important institutions. The bank crisis management system was also reviewed, with the explicit aim of concentrating the charges first, if not exclusively, on the holders of the liabilities of intermediaries, with the exception of the depositors protected by the guarantee systems ...*

*Banking supervision significantly reduces the likelihood of a banking crisis, but can not nullify it. Supervisory assessments require accurate and complex analyzes, on site and at a distance; they can not resort to the powers that the law reserves to the judicial authorities and to the police forces. In most of the cases of difficulty of individual intermediaries, the analysis of available data, the examination of risk factors, the exposed scrutiny, and the inspection investigations made it possible to preserve the sound and prudent management of intermediaries and to resolve, with determination and with the necessary secrecy, situations of tension. Banks are businesses; under normal conditions, even in the presence of difficulties, the Supervision can not replace the directors. Operations carried out quickly to evade controls, to circumvent rules and limits can jeopardize the stability of the intermediary. The most serious phenomena have been identified in time and promptly reported to the judicial authorities, even if this is not always sufficient to avoid a crisis ... The protection of savings requires monetary stability and financial stability; the central bank and supervisory decisions and interventions pursue them with determination; on the behavior of individual banks, supervision is firm and intense».*

**KEYWORDS:** PROTECTION OF SAVINGS • ECONOMIC GROWTH • MONETARY STABILITY • FINANCIAL SYSTEM

### **Un'economia in rafforzamento**

Dopo cinque anni di bassa crescita il commercio internazionale è tornato ad aumentare a tassi sostenuti; la dinamica del PIL mondiale è in chiaro rafforzamento. Nonostante le tensioni geopolitiche, le prospettive sono favorevoli nella maggior parte delle economie e le condizio-

ni dei mercati finanziari restano particolarmente distese, riflettendo una ridotta percezione dei rischi.

Sostenuta soprattutto dall'espansione della domanda interna, la crescita del prodotto è in ripresa anche nell'area dell'euro; sono rientrati i rischi di deflazione. Al netto delle componenti più volatili l'aumento dei prezzi si mantiene tuttavia basso, poco sopra all'1 per cento; risente di una dinamica salariale assai moderata in molte economie, inclusa quella italiana, per effetto di margini ancora ampi di sottoutilizzo del lavoro.

La scorsa settimana nel Consiglio direttivo della Banca centrale europea abbiamo deciso di proseguire gli acquisti netti di titoli pubblici e obbligazioni private sino alla fine di settembre del 2018 o oltre se necessario, ricalibrando dal prossimo gennaio gli acquisti mensili a 30 miliardi di euro; siamo pronti a rafforzare il programma se le condizioni risulteranno incoerenti con ulteriori progressi dell'inflazione. Ci attendiamo che i tassi ufficiali rimangano sugli attuali livelli per un periodo esteso, oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività; il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza proseguirà a lungo dopo il termine degli acquisti e, comunque, fin quando necessario. Queste decisioni consentono di mantenere, anche in prospettiva, un grado elevato di accomodamento monetario.

Gli indicatori congiunturali e le informazioni desunte dai sondaggi segnalano che il rafforzamento della crescita prosegue anche da noi, beneficiando delle riforme, delle condizioni dell'economia internazionale e dell'orientamento fortemente espansivo della politica monetaria. L'occupazione è risalita su livelli prossimi a quelli precedenti la crisi finanziaria globale e continua ad aumentare.

### **Ripresa del credito e prospettive del settore bancario**

L'espansione dell'economia è accompagnata in Italia da una ripresa del credito eterogenea, concentrata sia presso le famiglie sia presso le imprese che hanno consolidato la posizione patrimoniale e sono ora in grado di investire e rafforzare la capacità produttiva. I prestiti sono



tornati a crescere nell'industria manifatturiera e nel settore dei servizi, mentre in quello delle costruzioni continua il processo di riduzione del debito dal livello particolarmente elevato raggiunto prima della crisi.

I nostri sondaggi presso le banche e le imprese segnalano un graduale rafforzamento della domanda di finanziamenti, sospinta dalla ripresa degli investimenti, e condizioni di accesso al credito favorevoli. I tassi di interesse rimangono molto bassi e, dalla seconda metà del 2015, sono sostanzialmente pari a quelli medi dell'area dell'euro.

Continua, nello stesso tempo, il miglioramento della qualità del credito. Nel secondo trimestre di quest'anno il flusso dei nuovi crediti deteriorati è diminuito al 2 per cento del totale dei prestiti, un valore in linea con la media osservata negli anni che hanno preceduto l'avvio della crisi finanziaria globale. Anche la consistenza dei crediti deteriorati si sta riducendo rapidamente: al netto delle rettifiche di valore, lo scorso giugno era scesa a 150 miliardi, pari all'8,4 per cento dei finanziamenti complessivi, dal picco di 200 miliardi, circa l'11 per cento del totale, raggiunto nel 2015. Per le sole sofferenze l'incidenza sui prestiti si è ridotta dal 4,8 al 3,9 per cento. Nei prossimi mesi le operazioni di cessione e di cartolarizzazione già in corso e quelle annunciate di recente da più banche forniranno un ulteriore impulso alla riduzione dello stock di crediti deteriorati, che, sempre al netto delle svalutazioni già in essere, scenderebbero al di sotto dell'8 per cento del totale dei prestiti nei primi mesi del 2018.

È necessario proseguire il rafforzamento dei bilanci delle banche per renderli più robusti, anche in prospettiva, a fronte dei rischi che ancora caratterizzano l'evoluzione dell'economia. Gli intermediari stanno rispondendo, anche sulla base delle linee guida sulla gestione dei crediti deteriorati emanate a marzo scorso dal Meccanismo di vigilanza unico. Le iniziative volte a favorire la riduzione del peso delle attività deteriorate annunciate in occasione del Consiglio europeo dello scorso luglio vanno nella giusta direzione. Questo è anche l'obiettivo dell'introduzione, se graduale e ben calibrata, di un approccio temporale alle svalutazioni dei futuri crediti deteriorati.

Le riforme varate in Italia negli anni scorsi riducono la durata delle procedure di recupero dei crediti; possono essere rafforzate. La recente approvazione della legge delega che prevede una riforma organica delle discipline della crisi d'impresa e dell'insolvenza fornirà un contributo di rilievo. I principi e i criteri di delega vanno attuati e tradotti in norme effettivamente in grado di velocizzare i tempi di recupero, preservando il più possibile il valore delle imprese ancora vitali.

Le banche devono utilizzare compiutamente gli strumenti che si sono resi di recente disponibili sul fronte degli accordi stragiudiziali con le imprese per la ristrutturazione dei debiti e per il trasferimento dei beni in garanzia. Il possesso di informazioni adeguate e tempestive sui crediti deteriorati è inoltre indispensabile per renderne più efficace la gestione interna e favorirne la cessione sul mercato a valori adeguati; anche su questo aspetto, nonostante i miglioramenti registrati a seguito della rilevazione da noi introdotta lo scorso anno, le banche devono fare ancora progressi.

Nei primi sei mesi di quest'anno la redditività operativa del complesso degli intermediari creditizi italiani è migliorata. Il rendimento del capitale, valutato al netto di poste straordinarie ed espresso in ragione d'anno, è tuttavia rimasto intorno al 2 per cento, risentendo dell'aumento delle rettifiche di valore generato dalla cartolarizzazione di crediti deteriorati. Il coefficiente relativo al capitale di migliore qualità (CET1) è salito dall'11,5 al 13,1 per cento, anche per effetto della ricapitalizzazione precauzionale della Banca Monte dei Paschi di Siena realizzata a luglio.

Sulle azioni necessarie per recuperare redditività e fare fronte alle sfide poste dalla regolamentazione, dalla digitalizzazione e dalla concorrenza mi sono soffermato in occasione dell'assemblea dell'Associazione bancaria italiana. Occorre agire con determinazione, attuando le ristrutturazioni necessarie e promuovendo le possibili aggregazioni; il consolidamento dei segnali di ripresa e le favorevoli prospettive economiche rappresentano un'opportunità da cogliere rapidamente.

## **Il risparmio e la ricchezza degli italiani**

Il tasso di risparmio delle famiglie italiane, in passato elevato nel confronto internazionale, è oggi inferiore a quello medio degli altri principali paesi dell'area dell'euro. È diminuito dal 19 per cento della metà degli anni novanta del secolo scorso all'8,6 del 2016. Si tratta di un fenomeno che riflette cambiamenti di diversa natura, tra cui l'intenso sviluppo del settore finanziario, che ha ampliato la capacità delle famiglie di ottenere prestiti e di ridistribuire i consumi lungo l'arco della vita, la forte riduzione dei tassi di interesse, che ha reso tali prestiti meno onerosi, e le dinamiche demografiche.

Negli anni della crisi il calo del tasso di risparmio ha risentito della debolezza del reddito disponibile e del tentativo delle famiglie di contenerne le ripercussioni negative sui consumi. Le nostre indagini sui bilanci delle famiglie rilevano che il calo è stato più ampio per i giovani, maggiormente colpiti dagli effetti della recessione sul mercato del lavoro. L'aumento della capacità di risparmio dovrà essere favorito da un adeguato sviluppo della previdenza integrativa.

La ricchezza totale netta degli italiani è pari a quasi 9 volte il reddito disponibile delle famiglie; in termini pro capite si colloca su livelli prossimi a quelli degli altri principali paesi europei, così come la quota, predominante, di abitazioni e di altre attività reali (pari a quasi i due terzi del totale). La propensione all'indebitamento, pur aumentata per effetto dei fattori strutturali che ho prima ricordato, rimane invece contenuta nel confronto internazionale: nel complesso le passività finanziarie delle famiglie italiane si commisurano al 62 per cento del reddito disponibile, contro valori vicini al 100 per cento in media nell'area dell'euro e ancora più elevati nei paesi anglosassoni.

L'investimento delle famiglie in attività finanziarie è pari oggi a 4.200 miliardi. È diffuso tra i cittadini e rappresenta un importante fattore di inclusione e di integrazione sociale. La quota di famiglie che ha almeno un deposito postale o bancario supera il 90 per cento; alla metà degli anni sessanta, quando la Banca d'Italia avviò le sue indagini campionarie sui bilanci familiari, era appena al di sopra del 25 per

cento. La maggiore partecipazione delle famiglie al mercato finanziario si è accompagnata a una graduale crescita del grado di diversificazione del portafoglio e della quota investita in attività più rischiose.

I depositi bancari e gli strumenti postali di risparmio sono stati a lungo la principale forma di impiego (fig. 1). A partire dagli anni settanta una quota significativa del risparmio si è indirizzata verso i titoli di Stato; negli anni novanta si sono registrati i primi investimenti significativi in titoli emessi dal settore privato e, soprattutto, in quote di fondi comuni; sono poi gradualmente entrati nei portafogli delle famiglie i fondi pensione e i piani individuali pensionistici; alla fine dello scorso anno sono stati introdotti, con incentivi fiscali, i piani individuali di risparmio.

Il peso di circolante e depositi, sceso al 20 per cento del complesso delle attività all'inizio di questo secolo, è poi risalito fino a circa il 30, in risposta al calo dei tassi di mercato e all'insicurezza determinata dalla crisi finanziaria e da quella dei debiti sovrani. Le obbligazioni pubbliche e private sono oggi sui livelli più bassi dal 1950, intorno all'8 per cento, pari a circa 340 miliardi. Tra questi titoli sono comprese obbligazioni bancarie per 110 miliardi, di cui circa 20 nella forma di titoli subordinati (fig. 2). Il 30 per cento delle obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie scadrà entro un anno, il 70 per cento entro il 2020.

Dalla fine degli anni ottanta l'insieme di azioni e partecipazioni, quote di fondi comuni, riserve assicurative e fondi pensione è cresciuto in misura significativa (dal 35 al 58 per cento delle attività finanziarie). L'incremento ha riguardato soprattutto le quote di fondi comuni (da meno del 3 per cento nel 1990 al 12 oggi) e le riserve assicurative e gli strumenti previdenziali (dall'8 al 23 per cento). La quota destinata al risparmio previdenziale resta tuttavia inferiore a quella rilevata nell'Europa continentale.

La diversificazione degli investimenti in attività con profili di rischio e rendimento più elevati si concentra ancora tra le famiglie più abbienti, anche se si sta gradualmente diffondendo a fasce di popolazio-

ne più ampie. In Italia soltanto il 6 per cento delle famiglie detiene quote di fondi comuni e il 9 per cento possiede prodotti del risparmio assicurativo e quote di fondi pensione; in Germania e in Francia le percentuali sono, rispettivamente, pari al 13 e al 9 per i fondi comuni, al 46 e al 38 per il risparmio assicurativo e i fondi pensione.

### **La tutela del risparmio**

La disponibilità di una pluralità di strumenti e di operatori consente al risparmiatore di compiere le scelte che meglio rispondono alle sue esigenze, di pianificare il futuro e affrontare gli imprevisti. È una conquista che va difesa e ampliata. Al contempo possono aumentare la complessità delle decisioni e i rischi di controparte, di mercato e di liquidità, spesso tra loro correlati. Il principale criterio da seguire per la corretta gestione degli investimenti rimane quello della diversificazione. I risparmiatori devono pretendere il rispetto di questo principio anche quando si affidano alla consulenza di terzi.

Alla tutela del risparmio concorrono due ampie categorie di politiche pubbliche, quelle volte a garantire la stabilità del sistema finanziario e quelle a difesa del risparmiatore, quale consumatore di servizi finanziari. È una materia oggi assai più complessa e articolata di quanto lo fosse nell'Italia del dopoguerra, quando fu prevista nella nostra Costituzione; richiede il contributo di una pluralità di attori, inclusi gli stessi risparmiatori.

Politiche economiche in grado di favorire la crescita dell'economia rappresentano un baluardo indispensabile per la tutela del risparmio. Il valore delle attività finanziarie discende da quello dei beni reali: i corsi di azioni e obbligazioni di un'impresa aumentano o diminuiscono in funzione dello stato di salute dell'impresa stessa. Un'economia che non cresce non può generare le risorse necessarie per remunerare i capitali investiti nelle imprese, per sostenere l'onere del debito pubblico, per consentire alle famiglie di ripagare i debiti. La debolezza della crescita economica ha effetti ancora più gravi sulla ricchezza finanziaria se si accompagna a un eccesso di debito in alcuni settori. La recente crisi finanziaria fornisce esempi drammatici della gravità di

questi rischi. In Italia è stata proprio la combinazione di bassa crescita strutturale e debito pubblico elevato che ha esacerbato i problemi del settore bancario.

Una fondamentale forma di tutela della ricchezza finanziaria è la stabilità dei prezzi. In più occasioni nella storia del nostro paese lunghe fasi di inflazione elevata hanno determinato inique riallocazioni della ricchezza, a danno soprattutto dei piccoli risparmiatori, con minori possibilità di proteggersi dall'erosione del valore della moneta. La riconquista della stabilità monetaria, dopo una perdita di potere d'acquisto di quasi il 90 per cento tra il 1973 e il 1995, risale a poco più di 20 anni fa. Nel periodo più recente le maggiori minacce sono venute dal rischio di deflazione. Il calo dei prezzi accresce il valore reale dei debiti, spingendo l'economia verso la recessione e finendo per minare la stabilità finanziaria. Le politiche monetarie attuate dalle banche centrali hanno rappresentato un argine contro questo rischio.

Alle politiche macroeconomiche si affiancano quelle volte a garantire la forza del sistema finanziario nel suo complesso, e di quello bancario in particolare. Con la crisi si è intensificata l'azione normativa a livello internazionale, volta a ridurre la rischiosità degli intermediari. Ne sono conseguiti l'innalzamento della quantità e della qualità del capitale delle banche, l'introduzione di requisiti di liquidità e di vincoli alla trasformazione delle scadenze, la definizione di limiti alla leva finanziaria. Sono stati inoltre rafforzati i sistemi di governo societario e adottati requisiti prudenziali aggiuntivi per le istituzioni a rilevanza sistemica.

È stato altresì rivisto il sistema di gestione delle crisi bancarie, con l'esplicito intento di concentrarne gli oneri in primo luogo, se non unicamente, sui detentori delle passività degli intermediari, con l'eccezione dei depositanti protetti dai sistemi di garanzia. Le conseguenze di questi cambiamenti sono state particolarmente rilevanti in Italia, dove si sono resi indisponibili, nell'interpretazione delle norme sugli aiuti di Stato affermatasi a livello comunitario, strumenti quali l'intervento preventivo dei fondi di tutela dei depositanti, cui per lungo tempo si era fatto ricorso, con successo, nella gestione delle crisi.

Nonostante i maggiori vincoli posti dal nuovo quadro normativo europeo, in presenza di una recessione economica ben più grave, in Italia le risorse impiegate per la soluzione delle crisi bancarie sono state largamente inferiori a quelle utilizzate in pressoché tutti gli altri principali paesi. Le vicende di questi difficili anni vanno valutate sulla base delle condizioni in essere e delle informazioni effettivamente disponibili al momento in cui le decisioni furono prese. Alla fine del 2013 il Fondo monetario internazionale, in esito alla valutazione periodica sul sistema finanziario italiano (FSAP, Financial Sector Assessment Program), aveva analizzato con attenzione i dati relativi ai singoli intermediari, giudicando il sistema bancario italiano particolarmente “resiliente” e l’azione di vigilanza robusta ed efficace.

La supervisione sulle banche riduce significativamente la probabilità che si verifichino crisi bancarie, ma non può annullarla. Gli accertamenti di vigilanza richiedono analisi accurate e complesse, in loco e a distanza; non possono fare ricorso ai poteri che la legge riserva all’autorità giudiziaria e alle forze di polizia. Nella gran parte dei casi di difficoltà dei singoli intermediari l’analisi dei dati disponibili, l’esame dei fattori di rischio, gli esposti vagliati, le indagini ispettive hanno permesso di preservare la sana e prudente gestione degli intermediari e di risolvere, con determinazione e con il necessario riserbo, situazioni di tensione.

Le banche sono imprese; in condizioni normali, anche in presenza di difficoltà, la Vigilanza non può sostituirsi agli amministratori. Operazioni poste in essere rapidamente per eludere i controlli, per aggirare regole e limiti possono compromettere la stabilità dell’intermediario. I fenomeni più gravi sono stati individuati per tempo e tempestivamente segnalati all’autorità giudiziaria, anche se non sempre questo è sufficiente a evitare una crisi.

Negli ultimi anni la soluzione delle crisi ha richiesto tempi non brevi. Questo riflette i cambiamenti intercorsi sul piano regolamentare e la molteplicità di autorità e istituzioni coinvolte. È necessario approfondire le cause che hanno determinato i ritardi e operare per rendere più rapide le procedure di gestione delle crisi bancarie.

Ogni forma di investimento è rischiosa. Alcuni strumenti godono di una protezione di tipo assicurativo per ragioni di interesse pubblico: è questo il caso dei depositi bancari al di sotto dei 100.000 euro. Una tale tutela ha la funzione di proteggere il risparmio nella sua forma più semplice e immediata, contribuendo così a preservare la stabilità finanziaria, prevenendo episodi di “corse agli sportelli” e minimizzando il rischio di contagio tra le banche. La tutela delle altre forme di risparmio si basa su strumenti diversi ma non potrà mai annullare completamente il rischio di perdite.

In Italia alla fine degli anni ottanta è stato istituito il Fondo interbancario di tutela dei depositi, che si è affiancato al Fondo di garanzia dei depositanti del credito cooperativo. Grazie all’operare di questi fondi, al peso contenuto delle passività bancarie diverse dai depositi e all’impiego di risorse pubbliche, fino all’entrata in vigore delle nuove regole europee le crisi bancarie italiane avevano comportato perdite solo per gli azionisti degli intermediari coinvolti.

Subito dopo lo scoppio della crisi finanziaria globale, i legislatori europei hanno opportunamente deciso di rafforzare e armonizzare i sistemi di tutela dei depositi, rendendoli obbligatori; nel 2014 hanno poi stabilito di limitare fortemente la protezione degli strumenti finanziari diversi dai depositi inferiori a 100.000 euro, con l’obiettivo di privilegiare la tutela dei contribuenti rispetto a quella dei creditori degli intermediari. Come ho osservato in più occasioni, il passaggio al nuovo sistema è stato brusco; non si è dato il tempo alle banche di emettere nuovi strumenti obbligazionari in grado di assorbire le perdite in caso di crisi; non si è evitata l’applicazione delle nuove regole agli strumenti già emessi.

La difesa del risparmio richiede azioni volte a evitare un’inconsapevole assunzione di rischi da parte del risparmiatore. Gli strumenti preventivi con cui si persegue questo obiettivo sono le regole e i controlli sulla trasparenza e sulla correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti; è essenziale il contributo dell’educazione finanziaria. Un terzo strumento, la composizione per via giudiziale o stragiudiziale delle controversie, può intervenire ex post.



Relazioni di clientela ispirate alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti sono necessarie, con riferimento sia all'offerta di servizi bancari tradizionali (come il conto corrente), un ambito nel quale i poteri di controllo della Banca d'Italia sono stati rafforzati dal 2010, sia all'offerta di prodotti e servizi di investimento e assicurativi, dove i controlli spettano, rispettivamente, alla Consob e all'Ivass. L'Autorità garante della concorrenza e del mercato contribuisce all'azione di tutela contrastando l'adozione di pratiche commerciali scorrette. La presenza di distinte autorità trova fondamento nelle peculiarità, anche normative, dei diversi settori regolati, così come dei rischi e delle strutture contrattuali. Nell'attuale contesto regolamentare uno stretto raccordo tra autorità è ancora più importante per minimizzare sovrapposizioni ed evitare vuoti di tutela.

Nel campo dei servizi e dei prodotti bancari, la Banca d'Italia ha negli ultimi anni rafforzato le norme, i controlli, la gestione degli esposti, il sostegno ai sistemi di risoluzione alternativa delle controversie. Di fronte a comportamenti scorretti, oltre a comminare sanzioni agli intermediari in caso di violazioni della normativa, si è operato per la rimozione delle anomalie e chiesto la restituzione alla clientela delle somme indebitamente percepite: nel triennio 2014-16 l'ammontare restituito è stato pari a circa 200 milioni.

Dal 2009 è stato istituito l'Arbitro Bancario Finanziario (ABF), la cui attività è volta a dirimere rapidamente le controversie tra clienti e intermediari. L'ABF opera in piena indipendenza, con il sostegno della Banca d'Italia che fornisce strutture e risorse. Nel 2016 sono stati istituiti quattro nuovi collegi, che si sono aggiunti ai tre già esistenti; nel complesso, presso le segreterie tecniche dei collegi sono impegnati oltre 100 dipendenti del nostro Istituto. Dall'inizio di quest'anno è attivo presso la Consob, per risolvere dispute riferite agli investimenti finanziari, l'Arbitro per le Controversie Finanziarie.

Ulteriori strumenti volti a contrastare l'offerta di prodotti non adeguati alle esigenze del cliente integreranno a breve le disposizioni di trasparenza. Le nuove regole sul processo di definizione, introduzione e controllo dei prodotti finanziari collocati sul mercato (cosiddetta

product governance) e sulle remunerazioni e gli incentivi delle reti di vendita contribuiranno a prevenire comportamenti opportunistici da parte degli intermediari.

Per quanto incisivi, obblighi normativi e azioni di tutela da soli non bastano; è necessario proteggere il consumatore anche accrescendone la capacità di vagliare le informazioni in suo possesso. L'educazione finanziaria non è solo una risposta alla crisi, è un requisito indispensabile a fronte dei cambiamenti nell'offerta di strumenti di investimento. Competenze finanziarie di base sono essenziali non solo per difendersi dai rischi di comportamenti scorretti o fraudolenti, ma anche per effettuare scelte coerenti con i propri bisogni e le proprie condizioni economiche.

In alcuni paesi l'obiettivo di accrescere l'educazione finanziaria è stato esplicitamente introdotto nel mandato delle autorità di tutela del risparmio, spesso nel contesto di una più generale "strategia nazionale", come oggi avviene anche in Italia. La recente istituzione del Comitato per la programmazione e il coordinamento delle attività di educazione finanziaria è indice dell'importanza che le autorità italiane assegnano all'obiettivo di accrescere la consapevolezza dei cittadini in materia finanziaria, assicurativa, previdenziale.

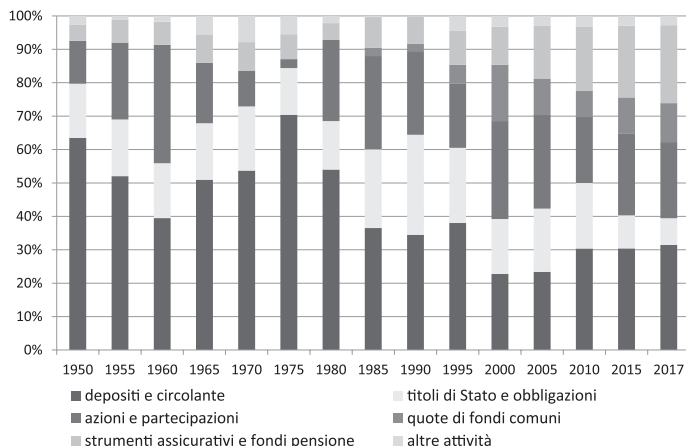
I livelli di conoscenza e competenza finanziaria degli adulti italiani sono tra i più bassi dei paesi dell'OCSE. In Italia è scarsa la conoscenza di concetti di base quali i vantaggi della diversificazione dei portafogli e i meccanismi di calcolo degli interessi. La situazione è migliore tra i giovani: l'ultima indagine OCSE-PISA, relativa al 2015, indica che le conoscenze finanziarie dei quindicenni italiani sono in linea con la media europea e in netto progresso rispetto all'indagine precedente. Il miglioramento è incoraggiante anche perché può essere il segno che le iniziative realizzate presso le scuole negli ultimi anni cominciano a dare frutto; in quest'ambito, il progetto formativo condotto dalla Banca d'Italia nell'anno scolastico 2016-17 ha raggiunto oltre 100.000 studenti.

\* \* \*

Nel tempo è profondamente cambiata la composizione della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane. Nuovi rischi richiedono forme di tutela anch'esse nuove a protezione delle diverse forme di investimento. Non è immaginabile limitare le possibilità di scelta dei risparmiatori, né comprimere oltremodo l'autonomia degli operatori finanziari; né deriverebbero costi elevati per l'efficienza del sistema economico e per il benessere dei cittadini. Vanno assicurati un'informazione corretta e trasparente e un assetto regolamentare adeguato al cambiamento. Vanno intensificati i programmi di educazione finanziaria, va rafforzata la consapevolezza che nessun investimento può dirsi davvero sicuro.

La tutela del risparmio richiede stabilità monetaria e stabilità finanziaria; le decisioni e gli interventi di banca centrale e di vigilanza le perseguono con determinazione; sui comportamenti delle singole banche la supervisione è ferma e intensa. Del nostro operato non esitiamo a dare conto alle Istituzioni e al Paese.

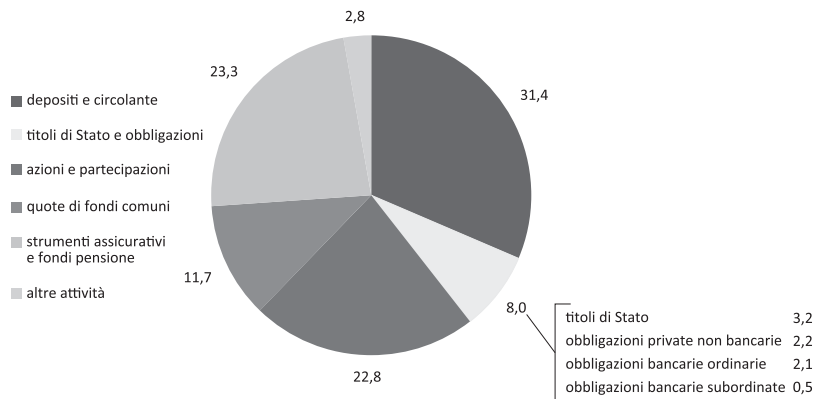
**Composizione del portafoglio finanziario delle famiglie: 1950-2017<sup>(1)</sup>**  
(dati di fine periodo; percentuali)



Fonte: Banca d'Italia.

<sup>(1)</sup> Per il 2017 dati relativi a giugno.

**Composizione del portafoglio finanziario delle famiglie: giugno 2017**  
(percentuali)



Fonte: Banca d'Italia

**PIER CARLO PADOAN**

*Ministro dell'Economia e delle Finanze*  
*Minister of Economy and Finance*



*L'intervento conclusivo della Giornata Mondiale del Risparmio è spettato al Ministro dell'Economia e delle Finanze Pier Carlo Padoan, in sintonia con quelli che lo hanno preceduto. Anche per Padoan: «Gli indicatori economici ci dicono che l'economia procede. Crescono la produzione industriale, l'export, il clima di fiducia delle famiglie e delle imprese, lo stock di investimenti diretti esteri in Italia; nel mercato del lavoro si registra la diminuzione del tasso di disoccupazione, mentre il numero di occupati continua a crescere; anche la spesa in ricerca e sviluppo è in aumento e cresce il numero delle imprese che investono in questo ambito anche grazie a incentivi fiscali». Ma ha ammonito: «Questi risultati non devono indurci all'autocompiacimento, al contrario, devono stimolarci a insistere su scelte che permettano alla ripresa di consolidarsi, diventare stabile e strutturale... Bisogna procedere con le misure del Piano Nazionale Impresa 4.0, che promuovono innovazione e digitalizzazione in vari settori produttivi: il Piano Industria 4.0, il Piano Straordinario Made in Italy, il Piano Strategico del Turismo e il Decreto Concorrenza... Il sentiero stretto del sostegno alla crescita, unito al consolidamento della finanza pubblica, è ancora lungo – ha sottolineato – ma sta portando frutti in termini di riduzione del deficit e del debito. Il Governo in questi anni ha ottenuto questi risultati incidendo sia sul numeratore che sul denominatore del rapporto Deficit-Pil e Debito-Pil. E anche il sistema bancario ha superato la fase critica e sta riprendendo a finanziare l'economia». Padoan ha evidenziato come in questi anni il Governo «ha portato avanti un disegno ampio di ristrutturazione del sistema bancario, comprensivo di riforme attese da lungo tempo e necessarie per consentire alle banche di tornare a finanziare adeguatamente l'economia reale. Il 2017 è stato anche un anno in cui hanno tenuto banco alcuni casi specifici di crisi... Da un lato si trattava di individuare soluzioni che non creassero instabilità sui mercati, dall'altro andava minimizzato il coinvolgimento del contribuente pubblico, procedendo a una ripartizione del costo della crisi la più equilibrata possibile. In tale quadro il Governo ha ritenuto di farsi carico delle istanze di protezione dei soggetti più deboli, come la clientela al dettaglio, spesso non consapevole delle caratteristiche di rischio dei propri investimenti, nei limiti consentiti dalle regole comunitarie. Nel complesso l'azione del Governo ha evitato che casi problematici specifici degenerassero a livello sistemico creando incertezza e instabilità, con distruzione di valore e costi più elevati per il complesso degli stakeholder;*

*in primo luogo risparmiatori e imprese. Molto resta ancora da fare – ha dichiarato –. Il calo delle sofferenze, pur in cammino e in accelerazione, deve essere ancor più accelerato... Un punto importante dell'azione di Governo è già da tempo, e deve continuare ad essere, quello di creare condizioni perché le banche possano liberarsi di queste attività a condizioni e in tempi ragionevoli, evitando un indebito trasferimento di ricchezza a pochi soggetti privati. L'azione del Governo d'altra parte non può sostituire l'iniziativa delle banche, alle quali è richiesta un'efficace proattività nella gestione dei crediti deteriorati»*

**PAROLE CHIAVE:** RIPRESA • SISTEMA BANCARIO • RISPARMIATORI • MERCATO  
• AZIONE DI GOVERNO

*The final intervention of the World Savings Day was given to the Minister of Economy and Finance Pier Carlo Padoan, in harmony with those who preceded him. Also for Padoan: "Economic indicators tell us that the economy is proceeding. Industrial production, exports, the climate of trust of households and businesses, the stock of foreign direct investment in Italy are growing; in the labor market there is a decrease in the unemployment rate, while the number of employees continues to grow; also spending on research and development is increasing and the number of companies investing in this area is growing thanks to tax incentives ". But he warned: "These results should not induce us to self-congratulation, on the contrary, they must encourage us to insist on choices that allow the recovery to consolidate, become stable and structural ... We must proceed with the measures of the National Business Plan 4.0, which promote innovation and digitalization in various production sectors: the Industry 4.0 Plan, the Made in Italy Plan, the Strategic Tourism Plan and the Competition Decree ... The narrow path of support for growth, combined with the consolidation of public finance, is still long - underlined - but it is bearing fruit in terms of deficit and debt reduction. In recent years the Government has obtained these results, affecting both the numerator and the denominator of the Deficit-GDP and Debit-GDP ratio. And even the banking system has passed the critical phase and is resuming financing the economy ". Padoan highlighted how in recent years the government "has carried out a broad plan of restructuring the banking system, including long-awaited reforms necessary to allow banks to return to ade-*



*quately finance the real economy. 2017 was also a year in which some specific cases of crisis took place ... On the one hand it was a question of identifying solutions that did not create instability on the markets, on the other the involvement of the public taxpayer was minimized, proceeding to a breakdown of the cost of the crisis as balanced as possible. In this context, the Government has decided to take on the requests for protection of the weakest subjects, such as retail customers, often not aware of the risk characteristics of their investments, within the limits allowed by the community rules. Overall, the Government's action avoided that specific problem cases degenerate at systemic level creating uncertainty and instability, with destruction of value and higher costs for the whole of the stakeholders, first of all savers and companies. Much remains to be done - he said -. The decline in bad debts, even while on the move and accelerating, must be accelerated even further ... An important point in the Government's action has been for some time, and must continue to be, to create conditions so that banks can get rid of these activities on terms and at reasonable times, avoiding an undue transfer of wealth to a few private individuals. Government action on the other hand can not replace banks' initiative, which requires effective pro-active management of impaired loans ".*

**KEYWORDS:** RECOVERY • BANKING SYSTEM • SAVERS • MARKET • GOVERNMENT ACTION

Signor Governatore, signor Presidente Guzzetti, signor Presidente Patuelli, signore e signori, è stato già detto, ma permettetemi di cominciare ricordando alcune cifre che ci fanno capire in quale quadro collochiamo questa riflessione su risparmio e investimenti. Il Prodotto Interno Lordo nel 2013 risultava in leggera riduzione rispetto al 2000, inferiore del 9% rispetto al livello raggiunto nel 2007; la media del tasso di crescita dell'economia fra il 2001 e il 2013 è risultato essere pari a zero. In altre parole, la doppia crisi, tra il 2008 e il 2013, ha vanificato più di un decennio della nostra vita economica. Oggi il quadro appare molto diverso, il clima è positivo, è in costante miglioramento, come ci ricorda anche l'indagine Acri. Gli indicatori economici ci dicono che l'economia procede, crescono la produzione industriale, l'export, il clima di fiducia delle famiglie e delle imprese, lo

stock di investimenti diretti esteri in Italia; nel mercato del lavoro si registra la diminuzione del tasso di disoccupazione, mentre il numero di occupati continua a crescere; anche la spesa in ricerca e sviluppo è in aumento e cresce il numero delle imprese che investono in questo ambito anche grazie a incentivi fiscali. Questi risultati non devono indurci all'autocompiacimento, al contrario, devono stimolarci a insistere sulle scelte che permettano alla ripresa di consolidarsi, diventare stabile e strutturale. In altri paesi la ripresa è stata fortemente sostenuta dal bilancio pubblico, con deficit del debito in crescita. In Italia la crescita sta traendo stimolo dalle misure di riforma strutturale e di sostegno a famiglie e imprese, che hanno accompagnato un ciclo internazionale favorevole e una politica monetaria accomodante, mentre deficit e debito sono in diminuzione. Bisogna proseguire nel solco delle riforme segnato finora, continuare a rafforzare i canali che indirizzano il risparmio verso gli investimenti per l'economia reale, oltre a nuovi incentivi per gli investimenti privati, che devono crescere in volume e qualità. Bisogna procedere con le misure del Piano Nazionale Impresa 4.0, che promuovono innovazione e digitalizzazione in vari settori produttivi: il Piano Industria 4.0, il Piano Straordinario Made in Italy, il Piano Strategico del Turismo e il Decreto Concorrenza. Pur nei limiti dei vincoli dello spazio fiscale, la Legge di Bilancio insiste nella direzione che ha caratterizzato questi anni, fornisce sostegno agli investimenti privati, spazi agli investimenti pubblici, mette risorse a disposizione della formazione, della ricerca, dell'occupazione giovanile, ma anche per la crescita inclusiva con il rafforzamento di misure di contrasto alla povertà. Il sentiero stretto del sostegno alla crescita, unito al consolidamento della finanza pubblica, è ancora lungo, ma sta portando frutti in termini di riduzione del deficit e del debito. Il Governo in questi anni ha ottenuto questi risultati incidendo sia sul numeratore che sul denominatore del rapporto deficit-PIL e debito-PIL. Anche il sistema bancario ha superato la fase critica e sta riprendendo a finanziare l'economia. Oltre al trend di riduzione dei crediti deteriorati, i risultati in termini di maggior crescita, occupazione e stabilità sono stati riconosciuti anche da un recente upgrade del rating nazionale, il primo dopo 15 anni. Non si può negare, lasciatemelo dire, che questo riconoscimento sia anche il frutto di quattro anni di una politica di bilancio attenta alla crescita e al consolidamen-

to graduale e di un intenso sforzo di riforma strutturale. Il Governo in questi anni ha portato avanti un disegno ampio di ristrutturazione del sistema bancario, comprensivo di riforme attese da lungo tempo e necessarie per consentire alle banche di tornare a finanziare adeguatamente l'economia reale. Il 2017 è stato anche un anno in cui hanno tenuto banco alcuni casi specifici di crisi, che hanno richiesto interventi complessi da realizzare in intervalli temporali spesso ristretti, nell'ambito di un coordinamento non sempre facilissimo con le istituzioni europee, l'Autorità di Vigilanza e di risoluzione. I vincoli erano molteplici, così come gli obiettivi degli interventi: da un lato si trattava di individuare soluzioni che non creassero instabilità sui mercati, dall'altro andava minimizzato il coinvolgimento del contribuente pubblico, procedendo ad una ripartizione del costo della crisi la più equilibrata possibile. In tale quadro il Governo ha inoltre ritenuto farsi carico delle istanze di protezione dei soggetti più deboli, come la clientela al dettaglio, spesso non consapevole delle caratteristiche di rischio dei propri investimenti, nei limiti consentiti dalle regole comunitarie. Nel complesso l'azione del Governo ha evitato che casi problematici specifici degenerassero a livello sistemico creando incertezza e instabilità, con distruzione di valore e costi più elevati per il complesso degli stakeholder, in primo luogo risparmiatori e imprese. Molto resta ancora da fare. Il calo delle sofferenze, pur in cammino e in accelerazione, deve essere accelerato. Come gestire le sofferenze a livello europeo è un problema complesso e il dibattito in corso, anche aspro, vede posizioni diverse fra loro. Un punto importante dell'azione di Governo è già da tempo, e deve continuare ad essere, quello di creare condizioni perché le banche possano liberarsi di queste attività a condizioni e in tempi ragionevoli, evitando un indebito trasferimento di ricchezza a pochi soggetti privati. L'azione del Governo d'altra parte non può sostituire l'iniziativa delle banche, alle quali è richiesta un'efficace proattività nella gestione dei crediti deteriorati. Il risanamento del settore bancario si sta materializzando in un contesto in cui i mercati finanziari stanno vivendo un periodo di rinnovate prospettive a livello globale. Anche in Italia il trend è positivo. Le banche e gli intermediari finanziari sono l'albero di trasmissione tra i mercati e la crescita dell'economia e questa funzione è stata potenziata dagli incentivi introdotti nel programma Finanza per la Cre-

scita. Nel 2014 fu chiaro che una ripresa degli investimenti pubblici sarebbe stata lenta e avrebbe richiesto la creazione di opportune condizioni. Da allora il quadro è decisamente migliorato in termini di risorse e di procedure. Il Governo è anche intervenuto per favorire gli investimenti privati tramite la riduzione del carico fiscale, parallelamente all'apertura di nuovi canali di finanziamento per alimentare la creazione di growth capital. Questa linea di azione si è affinata nel tempo: accanto a una riduzione trasversale delle imposte, gli incentivi sono diventati più mirati, secondo una logica orientata a sostenere lo sviluppo delle imprese nelle diverse fasi del ciclo vitale, dalla nascita alla quotazione, snellendo le procedure e limitando l'intermediazione del settore pubblico. Per questo sono stati introdotti pacchetti specifici a favore di start-up e piccole e medie imprese innovative, che godono di facilitazioni amministrative e di incentivi fiscali. Allo stesso modo, dopo aver rifinanziato la Legge Sabatini, è stato introdotto il superammortamento per gli investimenti in beni strumentali e l'iperammortamento per favorire gli investimenti in beni funzionali, la trasformazione tecnologica e digitale delle imprese in chiave Industria 4.0. Sono state introdotte misure a favore della crescita nella dimensione aziendale e si è incoraggiata la quotazione in Borsa perché l'equity diventi una possibile fonte di finanziamento anche per le imprese di taglia medio-piccola. Il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha strutturato e promosso il Programma Elite, come iniziativa volta a favorire le imprese italiane di eccellenza, soprattutto le piccole e medie imprese, in coerenza con i diversi strumenti disponibili. Il MEF attraverso Elite vuole rafforzare la patrimonializzazione delle imprese di minori dimensioni per favorire il finanziamento a medio e lungo termine, la crescita dimensionale, l'internazionalizzazione, in modo da creare dei medi campioni nazionali capaci di competere nello scenario globale. Il 2017 è stato un anno record per le quotazioni in Borsa di imprese nazionali, circa 40, la nostra aspirazione è che questo numero si decuplichi nei prossimi anni. L'ultimo passo per completare il quadro di riforma del finanziamento per la creazione di nuovo capitale è il collegamento fra risparmio e investimenti produttivi a orizzonte medio-lungo. I piani individuali di risparmio, i PIR, prevedono una consistente agevolazione fiscale sui rendimenti, fruibile dai risparmiatori fiscalmente residenti in Italia. I meccanismi di forma-

zione e funzionamento dei PIR sono definiti in modo da garantire che il risparmio privato possa giungere più agevolmente alle imprese che operano in Italia, attraverso un mercato dei capitali più consistente di quello attuale, soprattutto nel segmento PMI. Sono inclusi nel perimetro degli impieghi anche fondi chiusi che investono in imprese private non quotate. La Legge di Bilancio toglierà il limite di investimento nelle imprese del settore immobiliare, ampliando così il perimetro degli impieghi. La sfida resta quella di portare la liquidità nel settore privato tramite fondi di growth capital oltre il private equity tradizionale, creando opportunità rivolte soprattutto all'ampia platea di imprese di piccole e medie dimensioni. I PIR sono una storia di successo, ma siamo solo all'inizio. Per incoraggiare il risparmio occorre aumentare la fiducia degli operatori economici del futuro, lo hanno già ricordato coloro che mi hanno preceduto. Non può però esserci fiducia senza conoscenza e senza consapevolezza del quadro in cui si opera. Il Comitato per la Programmazione e il Coordinamento dell'Attività di Educazione Finanziaria è stato istituito con il compito di innalzare il livello di conoscenza di rischi e opportunità, associati all'impiego del risparmio nelle diverse forme dell'investimento, dell'assicurazione, della previdenza. Da parte di qualcuno si è manifestato il timore che le iniziative di educazione finanziaria potessero essere utilizzate strumentalmente per alleggerire la pressione sui regolatori e sulla vigilanza. Vorrei tranquillizzare tutti. Sulle strade la circolazione dei veicoli risulta funzionale e sicura se le regole sono chiare, se la segnaletica è efficace, se le autorità vigilano sul comportamento degli utenti e se gli utenti della strada conoscono le regole di comportamento; anche il settore del risparmio sarà in grado di svolgere tanto più adeguatamente il suo ruolo nell'economia quanto più i risparmiatori miglioreranno le proprie competenze, la vigilanza svolgerà i propri compiti con tempestività e il regolatore sarà chiaro nelle norme di comportamento e nella segnaletica. Chiarezza e semplicità dovranno ispirare sempre più le regole che presiedono l'informativa dei risparmiatori. Per quanto possano migliorare le proprie competenze, non si può chiedere ai risparmiatori di diventare esperti, non più di quanto si possa pretendere dal guidatore di un veicolo di diventare un esperto di meccanica. Il Comitato sta lavorando con la consapevolezza che per ottenere risultati occorre avere una visione di lungo perio-

do, ma il Comitato avverte anche un senso di urgenza e quindi sta lavorando con l'impegno di mettere rapidamente in campo iniziative in grado di contribuire a ridurre il ritardo dell'Italia rispetto ad altri paesi. Alla fine di una legislatura è naturale pensare a fare dei bilanci, ma non intendo farlo in questa sede. È più importante guardare avanti e chiedersi cosa bisogna fare per rafforzare e rendere irreversibili i risultati positivi acquisiti. Non dimentichiamo che questa legislatura consegna alla prossima un paese in condizioni molto migliori di quanto avesse ricevuto dalla precedente. Ma non ci si può, né ci si deve, accontentare. Il maggior rischio al ribasso della fase espansiva che stiamo attraversando sarebbe l'autocompiacimento e l'interruzione del percorso di riforme. In questo caso non si resterebbe fermi ma si finirebbe per indietreggiare, anche rispetto ai risultati fin qui ottenuti. Per gli anni a venire il programma di riforme avviato negli ultimi quattro anni deve essere pienamente implementato, ma anche esteso verso altri ambiti. L'agenda di riforme, inoltre, non può non includere quelle per l'Europa e l'Eurozona. Il dibattito è in pieno svolgimento e l'Italia, contrariamente a quanto spesso affermato, vi sta partecipando attivamente e con proposte puntuali. Elementi di questo dibattito che qui rilevano riguardano la riflessione sugli incentivi agli investimenti pubblici e privati, l'ampliamento dei compiti del bilancio europeo, i meccanismi di stabilizzazione, compreso il mercato del lavoro. Questi elementi di riforma potranno contribuire a rendere più solida l'integrazione europea e anche all'identificazione di spazi nei bilanci pubblici per sostenere crescita e occupazione. Deve comunque esser chiaro che a livello europeo, e non solo, la capacità di un paese di indirizzare le riforme nella direzione auspicata è strettamente dipendente dalla capacità dello stesso paese di mantenere la propria credibilità e attraverso il rispetto delle regole condivise, anche quando queste sono decisamente migliorabili. Grazie.

# ARTICOLI





**POLITICHE MONETARIE STRAORDINARIAMENTE  
ACCOMODANTI AL DI LÀ DELLO ZLB, PROCESSI DI  
INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA E RIFLESSI SUL  
CREDITO\***

*EXTRAORDINARILY ACCOMMODATIVE MONETARY POLICIES BEYOND THE  
ZLB, FINANCIAL INTERMEDIATION PROCESSES AND IMPACTS ON BANK  
CREDIT*

Paolo AGNESE

*Università LUISS Guido Carli  
University LUISS Guido Carli  
pagnese@luiss.it*

Antonio FASANO

*Università di Salerno e LUISS CASMEF  
University of Salerno and LUISS CASMEF  
afasano@unisa.it*

\* Nonostante il lavoro sia il risultato di una ricerca condotta congiuntamente dagli autori, i paragrafi 2 e 3 sono attribuibili a Antonio Fasano, i paragrafi 4 e 5 sono attribuibili a Paolo Agnese, mentre i paragrafi 1 e 6 sono attribuibili ad entrambi.



*A seguito della crisi finanziaria globale scoppiata nell'agosto 2007, le banche centrali di tutto il mondo hanno fatto ricorso a politiche monetarie eccezionalmente accomodanti senza precedenti, oltrepassando lo zero lower bound (ZLB) e adottando misure non convenzionali, in primis acquistando massivamente attività finanziarie a medio-lungo termine. In questo articolo, dopo aver ripercorso la modellistica economico-finanziaria, analizziamo le azioni straordinarie di policy, il loro contributo ai processi di intermediazione e i riflessi sul credito bancario.*

**PAROLE CHIAVE:** BANCHE CENTRALI • POLITICA MONETARIA NON CONVENZIONALE • CREDITO

*Following the global financial crisis that broke out in August 2007, central banks all over the world have adopted exceptionally unprecedented accommodative monetary policies, going beyond zero lower bound (ZLB) and taking unconventional measures, primarily by purchasing medium and long-term financial assets. In this article, after reviewing the main financial models, we analyze the accommodative policy actions, their contribution to intermediation processes and their impacts on bank credit.*

**KEYWORDS:** CENTRAL BANKS • UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY • CREDIT.

## 1. Introduzione

Fino allo scoppio della crisi finanziaria globale, “tutte le banche centrali dei paesi avanzati potevano con successo mantenere la stabilità dei prezzi con strumenti convenzionali, grazie a formidabili fattori facilitanti come l’affermazione delle economie emergenti e il forte effetto calmieratore sui prezzi da queste esercitato. La crisi ha cambiato tutte le carte in tavola. L’eccezionalità dello sforzo espansivo richiesto alle banche centrali, su cui ancora aleggiava lo spettro degli errori commessi durante e dopo la Grande Depressione degli anni Trenta, ha imposto il ricorso a misure non convenzionali” (Rossi 2014).

L’intensità e la persistenza della crisi finanziaria che ha interessato la gran parte delle economie occidentali a partire dal 2007, hanno infatti richiesto interventi straordinari di *policy*, al fine, in particolare, di contra-

stare il rallentamento dell'attività economica e di contenere i timori sui rischi di bassa inflazione o di deflazione. Le banche centrali, ai tassi di interesse ufficiali estremamente bassi o addirittura negativi, hanno così affiancato misure c.d. "non convenzionali" (*unconventional policies*), volte a espandere l'offerta di moneta nelle aree monetarie di riferimento. Ciò perché in condizioni di crisi prolungata, quando i tassi sono già prossimi allo zero, gli strumenti convenzionali possono rivelarsi inadeguati per diversi concorrenti motivi. In primo luogo, se i tassi sono prossimi allo zero, ulteriori riduzioni, volte a rendere il danaro meno costoso, trovano un "limite convenzionale" nella non negatività degli stessi, c.d. *zero lower bound* (ZLB). Peraltro, l'eccessiva riduzione dei tassi può condurre il sistema economico in una situazione di *trappola della liquidità*, allorché gli investitori, ritenendo inadeguata la remunerazione corrente delle attività finanziarie, preferiscono tenersi liquidi, inducendo in tal modo in stallo il sistema economico. Infine, le operazioni di mercato aperto convenzionali, basate sui titoli di Stato a breve termine e miranti esclusivamente alla riduzione dei tassi, diventano inefficaci se il sistema è allo ZLB.

Le autorità monetarie hanno risposto con una pluralità di programmi non convenzionali, i quali vengono di norma collettivamente identificati come *Quantitative Easing*, cui si è aggiunto anche l'abbandono del precedente approccio dogmatico nei confronti dello ZLB. Tali programmi consistono in acquisti, sui mercati primario e secondario, di attività finanziarie, nazionali ed estere, su larga scala emesse sia dal settore pubblico che da quello privato. Attività consistenti tipicamente in strumenti di debito con scadenze non necessariamente brevi. L'obiettivo preminente di questo tipo di misure è quello di creare enormi riserve in eccesso presso gli intermediari, che eventualmente confluiranno nel credito alle imprese e alle famiglie.

Per rendere efficaci tali misure e indurre un effettivo cambiamento nei comportamenti degli agenti economici, esse sono accompagnate da forme di comunicazione idonee concernenti la persistenza nel tempo delle misure stesse. Le esternazioni dei governatori sono venute esse stesse a configurarsi come un'ulteriore forma di *unconventional policy*, definita *forward guidance*. Eggertsson e Ostry (2005) mostrano che lo scarso effetto delle politiche della Banca Centrale del Giappone, che nel 2000 per prima ha iniziato a praticare misure di *quantitative easing*, sia do-

vuto proprio alla mancanza di una corretta comunicazione ai mercati. Scopo di questo studio è porre in evidenza il ruolo della modellistica economico-finanziaria, con particolare riferimento sia alla *money* che alla *credit view*, nell'interpretare i processi che hanno caratterizzato le politiche monetarie dell'ultimo decennio. In dettaglio, si pongono in evidenza i riflessi di tali *policy* sui processi di intermediazione, nonché sull'offerta e sul costo del credito bancario in Europa.

## 2. Lo zero lower bound: i fatti stilizzati

Un concetto tradizionale nella letteratura economica ha recentemente assunto nuova enfasi nella teoria e pratica della politica monetaria. Se ne dà qui una rappresentazione schematica.

Durante le fasi di boom economico, quando l'economia è in *overheating* e l'inflazione minaccia di salire a livelli non desiderabili, le banche centrali possono alzare i tassi ufficiali a qualsiasi livello ritenuto necessario. Diversamente, durante le fasi recessive, in presenza di deflazione, gli stessi tassi possono subire un taglio, ma non oltre lo zero. Questa soglia è lo *zero lower bound*.

Confrontiamo tale floor sui tassi di interesse con la nota *regola di Taylor*. Secondo questa regola di politica monetaria, dovuta a John Taylor (Taylor 1993, ma proposta contemporaneamente in Henderson e McKibbin 1993), il tasso di interesse nominale di breve periodo è una funzione crescente del gap tra PIL effettivo e potenziale e dell'eccesso di tasso di inflazione effettivo rispetto a quello desiderato.

In formule:

$$i_t = \pi_t + r^* + a_\pi(\pi_t - \pi^*) + a_\gamma(\gamma_t - \bar{\gamma})$$

dove:

$i_t$  è il tasso di interesse nominale di breve periodo applicato dalla banca centrale;

$\pi_t$  è il tasso di inflazione;

$\pi^*$  è il tasso desiderato d'inflazione;

$r^*$  è il tasso di interesse reale di equilibrio;

$\gamma_t$  è il logaritmo del PIL effettivo;

$\bar{\gamma}$  è il logaritmo del PIL potenziale.

Il motivo del confronto tra la regola di Taylor e lo *zero lower bound* deriva dall'insorgere di nuove condizioni di mercato che hanno portato la prima a essere in contrasto con l'applicazione della soglia.

Diversi economisti hanno stimato che, se non vi fosse lo *zero lower bound*, applicando tale regola, il tasso ufficiale US avrebbe dovuto essere in alcuni periodi -5% o addirittura più basso (Buiter 2009a e Taylor, Speech e Jekyll Island 2009).

Le considerazioni svolte definiscono ma non chiariscono le motivazioni dello ZLB.

Una prima giustificazione formale allo ZLB può rinvenirsi nel lavoro fondamentale di Hicks: "If the costs of holding money can be neglected, it will always be profitable to hold money rather than lend it out, if the rate of interest is not greater than zero. Consequently the rate of interest must always be positive" (Hicks 1937).

Elaborando dal pensiero di Hicks, possiamo osservare come esista uno strumento privo di rischio che dà un tasso di interesse nullo: la *moneta offerta dalle banche centrali*. Questo strumento gode di due interessanti proprietà:

- a) è un *legal tender*, ossia ha potere liberatorio sul piano legale;
- b) è uno strumento perfettamente liquido.

Si tratta di proprietà di cui non godono i titoli governativi di breve durata (BOT, T-Bill etc.), sebbene gli stessi si possano considerare in una certa misura comparabili alla moneta.

Immaginiamo, allora, che esista uno strumento *risk free* con un interesse nominale negativo. La domanda di mercato di un tale strumento sarebbe nulla, in quanto:

- lo strumento con tassi negativi verrebbe completamente dominato dalla moneta legale;
- si creerebbe per chiunque un'immediata opportunità di arbitraggio.

La dominanza deriva dal fatto che la moneta dà in primo luogo un tasso nullo e pertanto migliore di uno negativo; ma anche a parità di tasso la moneta sarebbe sempre preferibile in quanto possiede le proprietà sub a) e b), di cui non possono godere altri strumenti.

L'argomento di arbitraggio ribadisce, secondo le logiche e modalità

tipiche delle transazioni finanziarie, le considerazioni del punto precedente. Sarebbe, infatti, possibile prendere a prestito a un tasso di interesse nominale e contestualmente reinvestire in moneta legale con un tasso (zero) più vantaggioso.

### 3. L'analisi dello ZLB nella letteratura economico-finanziaria

*3.1 Gli impulsi di politica monetaria e la trappola della liquidità.* Giova a questo punto richiamare un noto ragionamento sulla trasmissione degli impulsi di politica monetaria di Keynes (Keynes 2006), proposto all'indomani della grande crisi del '29, in cui individuava situazioni dove i sistemi economici versano in una "trappola della liquidità".

A tal fine richiamiamo preliminarmente, a beneficio del lettore, un semplice e intuitivo meccanismo di trasmissione di politica monetaria. Iniziamo con l'osservare che, *coeteris paribus*, al diminuire dei tassi di interesse un imprenditore tenderà a indebitarsi per investire nell'economia reale e similmente i consumatori saranno incentivati a far uso delle varie forme di credito al consumo. Per stimolare tale processo, nelle fasi recessive, le banche centrali possono accrescere l'offerta di moneta, il che indurrà una riduzione dei tassi di interesse. Se, ad esempio, la liquidità viene iniettata nel sistema economico acquistando titoli governativi, la forte domanda ne causerà un aumento dei prezzi. Titoli che promettono lo stesso capitale, ma richiedendo prezzi più alti, fruttano un interesse più basso. Per mantenere il loro profilo rischio-rendimento, anche gli altri strumenti seguiranno la riduzione dai tassi sui governativi. Dunque i tassi nel loro complesso saranno diminuiti.

Purtroppo questo semplice ragionamento non tiene conto del ruolo delle aspettative sul futuro dell'economia.

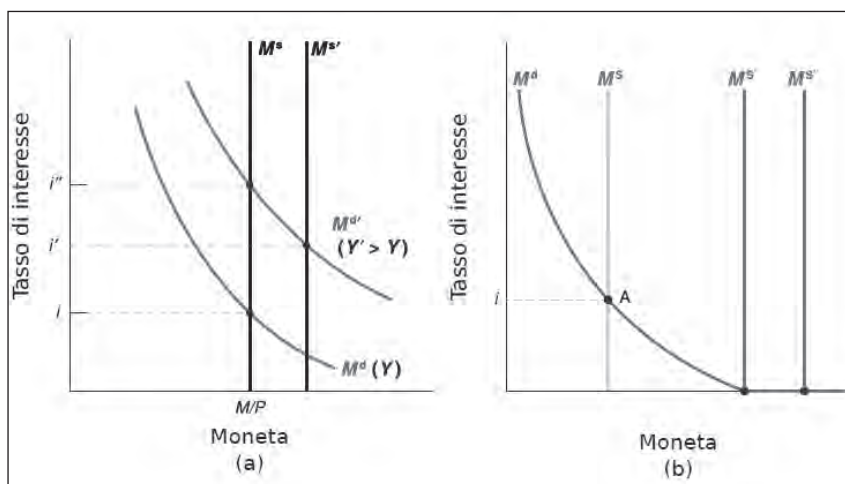
Ancorché il costo del danaro sia basso, nessuno pensa di investire se le prospettive di guadagno non sono soddisfacenti. Anche i consumatori non penseranno di certo a indebitarsi per comprare un nuovo televisore se le prospettive sul loro reddito futuro non sono rosee. In questi casi si tende a non indebitarsi e si cerca peraltro di ridurre consumi e investimenti, tenendo della liquidità da parte per far fronte all'incertezza sul futuro.

Evidentemente le aspettative non sono dicotomiche: o positive o negative. Perciò è proprio quando le aspettative future non sono particolarmente ottimistiche che la riduzione dei tassi può intervenire stimolando gli individui, spaventati dall'incertezza, a comprare nuovi beni o investire in una nuova linea produttiva. A seconda del nostro punto di vista, possiamo considerare questa come una condizione “normale” per taluni, o “ideale” per talaltri.

Possono darsi casi in cui gli individui, più che avere incertezze sul futuro, hanno certezze negative. In queste circostanze la loro preferenza per la liquidità aumenta per le ragioni su indicate. A nulla servono gli stimoli delle autorità monetarie a consumare e investire. Il sistema è per così dire “intrappolato nella preferenza per la liquidità”.

Mentre la motivazione è da ricercarsi nelle aspettative, i segnali esteriori di una trappola della liquidità sono dati da tassi prossimi allo zero e incapacità delle variazioni dell'offerta di moneta di impattare sui prezzi.

**Figura 1 – Punto di equilibrio tra domanda e offerta di moneta al variare della seconda**



Legenda: (a) mostra il nuovo punto di equilibrio in condizioni “normali”; (b) rappresenta una situazione di trappola della liquidità.



### 3.2 *Lo ZLB nello schema IS-LM.*

Le intuizioni di Keynes hanno trovato una sintesi analitica nel modello *IS-LM* dovuto a Hicks e Hansen (Hicks 1937, Hansen 1953). Nella figura 1 diamo una rappresentazione formale grafica della trappola della liquidità seguendo tale schema interpretativo.

Posta la domanda di moneta pari a:

$$M^d = YL(i)$$

Essa è funzione del reddito nominale  $Y$  e della preferenza per la liquidità  $L(i)$ , che a sua volta è una funzione decrescente del tasso di interesse  $i$ .

Le curve  $M^d$  nella figura 1(a) rappresentano la domanda di moneta per diversi livelli di  $Y$ . Livelli maggiori di reddito accrescono la domanda di moneta (spostando  $M^d$  a destra).

La retta verticale esprime l'offerta di moneta reale:

$$M^s = \frac{M}{P}$$

dove  $P$  è l'indice dei prezzi.

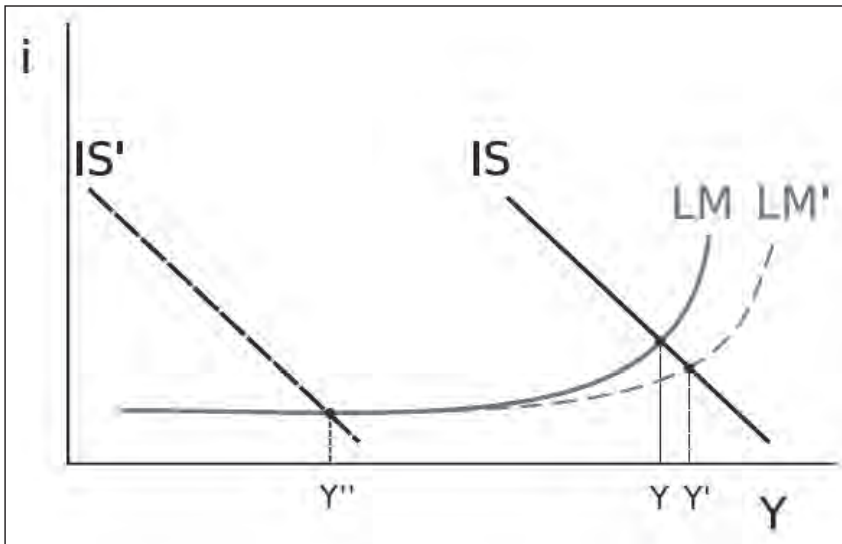
Le autorità monetarie possono aumentare l'offerta di moneta acquistando titoli attraverso operazioni di mercato aperto. Come mostrato nella figura 1(b), all'aumentare dell'offerta di moneta il tasso di equilibrio decresce fino a raggiungere in valore nullo. In tal caso le politiche monetarie espansive diventano inefficaci.

Nella figura 2 la curva  $LM$  esprime il luogo dei punti  $(i, Y)$  tali che:

$$M^s = M^d \rightarrow \frac{M}{P} = YL(i) \quad (1)$$

ossia tali che domanda e offerta di moneta siano in equilibrio.

**Figura 2 – Modello IS-LM in presenza di trappola della liquidità e conseguente curva LM piatta.**



Quando l'offerta nominale di moneta aumenta, fermi i prezzi, i tassi di interesse che consentono di soddisfare la (1), per ciascun livello di  $Y$ , si riducono, il che equivale ad uno shift verso il basso/destra della  $LM$ , che nella figura è rappresentato con la curva tratteggiata  $LM'$ .

La curva  $IS$  esprime il luogo dei punti  $(i, Y)$  per i quali il livello degli investimenti eguaglia quello del risparmio.

L'incrocio tra le due curve determina l'output e il tasso di equilibrio del sistema economico.

Le politiche monetarie espansive riducono i tassi e aumentano il livello di output. Nella figura, lo spostamento della  $LM$  comporta il passaggio dal livello  $Y$  a  $Y'$ . Quando il tasso di interesse si annulla, la curva  $LM$  diventa piatta e incapace di trasmettere gli impulsi monetari. Nella figura, quando l'equilibrio si trova nel punto con output  $Y''$  in corrispondenza della curva tratteggiata  $IS'$ , si vede come lo spostamento della  $LM$  sia incapace di far accrescere l'output poiché il sistema resta intrappolato al livello  $Y''$ .

Dunque, come evidenziato dalle figure 1 e 2, le curve  $M^d$  e  $LM$  si ap-

piattiscono quando i tassi di interesse raggiungono lo zero, che funge da limite inferiore, per questo motivo il ragionamento di Keynes viene anche denotato come “il problema dello *zero lower bound*”.

Va notato che nell’analisi qui svolta si sono indagate le conseguenze ma non le cause del *floor* sui tassi. Al riguardo Mankiw (2015) osserva: “Nominal interest rates cannot fall below zero: *rather than making a loan at a negative nominal interest rate, a person would just hold cash*. In this environment, expansionary monetary policy increases the supply of money, making the public’s asset portfolio more liquid, but because interest rates can’t fall any farther, the extra liquidity might not have any effect” (corsivo nostro).

Le considerazioni fin qui svolte utilizzano un unico tasso di interesse ( $i$ ), controllato tramite l’offerta di moneta ( $M^s$ ) con operazioni di mercato aperto.

Questo approccio, che trascura il canale bancario, si mostra troppo semplicistico per analizzare situazioni limite in cui i tassi si approciano allo zero. In particolare, non ci consente di studiare quelle politiche monetarie contemporanee, come la fissazione esplicita di tassi negativi attraverso il canale delle riserve bancarie.

È ora necessario integrare la *money view* con la *credit view*, che introduca esplicitamente il ruolo delle riserve.

### 3.3 *Lo ZLB nel modello di Bernanke-Blinder*

Nel modello Bernanke-Blinder (Bernanke e Blinder 1992) vi è la possibilità di scegliere tra obbligazioni, al tasso di interesse  $i$ , e prestiti bancari, al tasso di interesse  $\rho$ . Si assume un sistema di *fractional-reserve banking*, in cui le banche devono detenere riserve pari a una frazione ( $\tau$ ) dei propri depositi a vista<sup>1</sup>.

Esaminiamo la composizione di domanda e offerta di prestiti bancari. La prima è data da:

$$L^d = L(\rho, i, Y)$$

dove  $Y$  denota il PIL.

---

1) Si noti che oggi ai vincoli sui depositi si sono aggiunti vincoli (significativi) sulla quantità capitale proprio dell’intermediario.

L'offerta di prestiti è data da:

$$L^S = \lambda(\rho, i)D(1 - \tau)$$

dove  $D$  indica i depositi a vista (con valore di moneta bancaria) e  $\tau$  indica le riserve obbligatorie detenute presso la banca centrale come percentuale sui depositi. La percentuale di depositi disponibile utilizzata nell'erogazione di prestiti ( $\lambda$ ) dipende dalla redditività degli stessi e da quella degli impieghi alternativi in titoli.

Veniamo ora ai depositi. Il modello non considera il circolante, quindi i depositi a vista sono la moneta *tout court*. La domanda di moneta (bancaria) per motivi transazionali dipende, oltre che inversamente dai tassi dei titoli, dal livello di reddito e ricchezza. Essendo quest'ultima assunta costante, la domanda di depositi è formulata solo come:

$$D^d = D(i, Y)$$

Per quando concerne l'offerta, in un sistema di *fractional-reserve banking*, data la base monetaria, l'offerta di moneta dipende dal moltiplicatore monetario.

La frazione di depositi disponibili, detenuta sotto forma di riserve, dipende solo dalla redditività del loro sostituto più liquido, in questo caso i titoli obbligazionari. Dunque, le riserve in eccesso sono date da  $\epsilon(i)D(1 - \tau)$ , il moltiplicatore monetario è:

$$m(i) = \frac{D}{R} = \frac{1}{\tau + \epsilon(i)(1 - \tau)}$$

In questo caso, mancando il circolante, la base monetaria si identifica con le riserve e l'offerta di moneta (bancaria) è data da:

$$D^S = m(i)R$$

Tanto premesso, il bilancio delle banche commerciali può schematizzarsi come indicato nella tabella 1.

**Tabella 1 – Schema di bilancio consolidato (SP) delle banche commerciali, secondo il modello di Bernanke-Blinder**

| Attività               | Passività        |
|------------------------|------------------|
| Riserve (R)            | Depositi a vista |
| Prestiti ( $L^s$ )     |                  |
| Obbligazioni ( $B^b$ ) | Patrimonio netto |

Da un punto di vista analitico, assumendo un patrimonio netto nullo, si ha:

$$B^b + L^s + E = D(1 - \tau D)$$

dove  $E$  indica le riserve in eccesso rispetto a  $\tau D$ .

L'ultimo mercato da prendere in considerazione è quello dei beni. L'equilibrio è qui rappresentato da una curva  $IS$ , che contempla sia il tasso obbligazionario che quello bancario:

$$Y = y(i, \rho) \quad (2)$$

La funzione di domanda  $y()$  di beni non ricorre a tassi reali, poiché si assume un tasso di inflazione atteso costante.

L'equilibrio sul mercato dei prestiti e dei depositi è dato da:

$$L(\rho, i, Y) = \lambda(\rho, i)D(i - \tau) \quad (3)$$

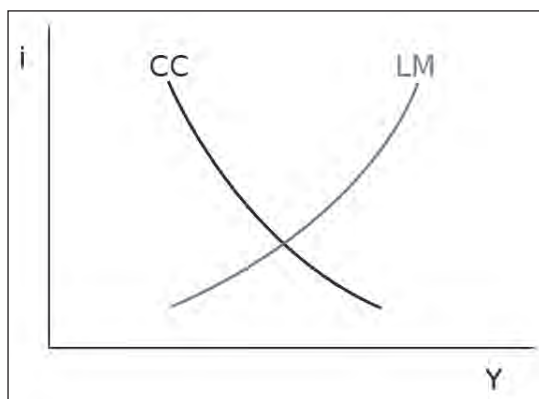
$$D(i, Y) = m(i)R \quad (4)$$

Sostituendo la (4) nella (3) si può ottenere:

$$Y = y(i, \Phi(i, Y, R)) \quad (5)$$

La (5) è detta curva  $CC$  o commodities-credit<sup>2</sup>.

2) Gli autori affermano di usare questa espressione in “segno di rispetto per Don Patinkin”.

**Figura 3 – Modello CC-LM di Bernanke-Blinder**

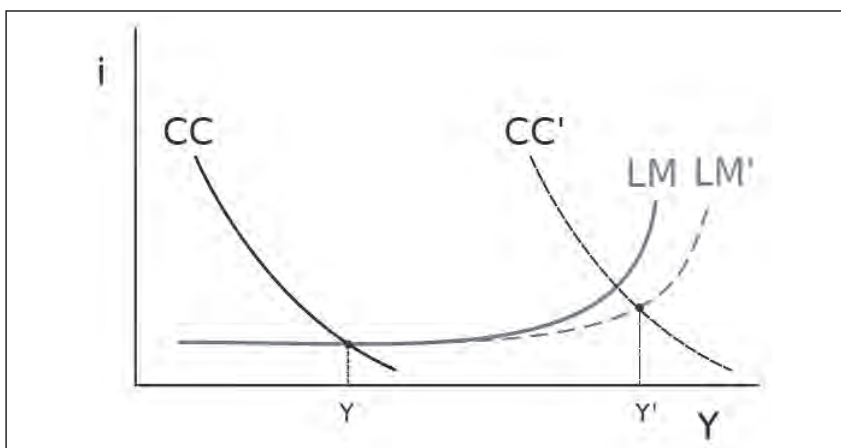
Si può notare che, stante la pendenza negativa della *CC* e data la convenzionale *LM*, la figura 3 mostra come l'equilibrio generale sui mercati reali e finanziari possa rappresentarsi in termini di *CC-LM*. La *CC*, dunque, sostituisce la più tradizionale *IS*, di cui si può consi-

derare una generalizzazione. Infatti, degrada in una *IS* in presenza di perfetta sostituibilità degli strumenti finanziari (o anche se la domanda di beni da parte dei consumatori è insensibile ai tassi praticati loro dalle banche per finanziarne l'acquisto).

Ai nostri fini, l'aspetto saliente di questo modello è la dipendenza della curva *CC* da *R*. Questa "nuova" *IS* può essere influenzata direttamente da azioni di politica monetaria e gli effetti si sommeranno a quelli espliciti sulla curva *LM*.

Invero, se le autorità monetarie acquistano titoli dal sistema bancario, le singole banche per ridurre le riserve di liquidità in eccesso espanderanno i prestiti. L'espansione dei prestiti aumenterà il livello degli investimenti e dell'output, spostando a destra la *CC*. Similmente, se gli acquisti di titoli sono rivolti al pubblico non-bancario, il flusso di circolante tenderà a incrementare i depositi a vista e dunque le riserve, il che anche in questo caso accrescerà la produzione.

In condizioni "normali", la presenza del canale creditizio aumenta l'effetto espansivo della politica monetaria sull'output. Ma l'aspetto più interessante si ha nel caso di trappola della liquidità, in cui, pur con moneta e titoli perfettamente sostituibili e *LM* piatta, gli impulsi monetari possono ancora sortire effetti reali, come mostrato nella figura 4. Come si osserva, gli spostamenti della curva *CC* possono determinare un nuovo livello di equilibrio caratterizzato da un più elevato livello di output (Di Giorgio 2013).

**Figura 4 – Modello CC-LM con  $LM$  piatta**

### 3.4 *ZLB e politiche non convenzionali.*

Il modello di Bernanke-Blinder consente di dare un'interpretazione realistica ad alcuni processi che si innescano in situazioni di crisi dei mercati e all'operare dello ZLB. Il modello non è immune da limitazioni. La principale è quella di non considerare la rischiosità dei progetti di investimento che le banche finanziano.

In scenari di crisi gli intermediari potrebbero replicare il ragionamento degli investitori Keynesiani. Se non c'è ottimismo sulle prospettive future dell'economia, nonostante la disponibilità di maggiori riserve di liquidità, le banche possono rinunciare a finanziare nuovi progetti di investimento: appunto perché considerano il rischio connesso troppo elevato.

Questa fattispecie è tutt'altro che teorica. L'esperienza ha mostrato in diverse circostanze che le forti iniezioni di liquidità non si sono necessariamente tradotte in maggiori impieghi nell'economia reale.

Alcune di tali limitazioni sono analizzate in Woodford 2010. Oltre a introdurre esplicitamente il "rischio percepito" dagli intermediari nell'offerta del servizio del debito, Woodford propone anche un più realistico modello di intermediazione, in cui il livello dei prestiti non è ancorato alla disponibilità di riserve, ma dipende dallo spread tra i tassi attivi e passivi. Tanto maggiore è lo spread e tanto minore sarà

il volume di equilibrio tra la domanda e offerta di intermediazione. Il principale contributo di questa impostazione è nell'identificazione di politiche monetarie contingenti alle condizioni finanziarie dell'economia. In particolare, si evidenzia il valore segnaletico dello spread nei tassi di interesse rispetto all'offerta di credito intermediato. L'effettiva capacità del canale creditizio di veicolare gli impulsi monetari dipende anche dallo spread tra i tassi, che a sua volta è connesso alla funzione di produzione degli intermediari: un elevato spread abbassa il volume di equilibrio tra domanda e offerta di intermediazione e può nullificare gli sforzi dei *policy maker*. Il fatto che i mercati del credito siano sovente segmentati amplifica l'effetto distorsivo, poiché si osservano tassi di interesse multipli, non caratterizzati da perfetti comovimenti. Dunque, il tradizionale tasso di equilibrio tra risparmi e investimenti – letto sulla curva *IS* – non dipende soltanto dai tassi fissati dalla autorità monetarie, ma anche dai tassi di equilibrio sui fondi intermediati. Al riguardo, la crisi dei subprime del 2007 ha costituito un chiaro esempio di quanto uno shock sul canale intermediato possa avere un significativo impatto sulla curva *IS* e Woodford (2010) nota come essa sia stata anticipata da spread “unusually low precisely during the period of strongest growth in lending”.

Questa modellistica ci consente di comprendere come le tradizionali *interest rate policy* non siano più in grado di fornire risposte adeguate a shock nell'offerta di credito. Infatti, per quanto una riduzione del tasso di *policy* possa contenere la caduta della domanda aggregata (assumendo di non dover fronteggiare problemi di ZLB), non riuscirà a rimuovere eventuali distorsioni negli spread dei tassi. Nella più favorevole delle ipotesi, anche se i *policy maker* riusciranno a portare il sistema sul livello di spesa ottimale, quest'ultima resterà allocata in modo inefficiente. Si rendono, dunque, necessarie politiche non convenzionali che siano in grado di arginare le distorsioni negli spread. Se analizziamo il fenomeno dalla prospettiva della curva *IS*, i tassi di equilibrio tra risparmio e investimenti sono espressivi del costo della provvista di fondi. Nei modelli teorici semplificati, dove il *funding* avviene attraverso il canale diretto e su un unico mercato dei titoli, le autorità monetarie possono facilmente intervenire con operazioni di mercato aperto. Nei sistemi economici reali, dove il risparmio è intermediato dalle istituzioni finanziarie, gli impulsi di *policy* non sempre riescono a



“raggiungere” il destinatario finale, poiché le scelte di allocazione sono rimesse agli intermediari. Si pensi a una situazione in cui l’intermediario valuti che il prenditore di fondi presenti un rischio eccessivo. In tal caso, anche in presenza di una forte iniezione di liquidità, continuerà a preferire impieghi alternativi. Come osservato, un fattore di disturbo ulteriore sul canale creditizio è dato anche dalla maggiore segmentazione di questi mercati, rispetto al mercato dei titoli.

Queste argomentazioni prestano il destro alle cosiddette *unconventional monetary policy*, che in verità sono oramai divenute di uso così comune, da parte di tutte le banche centrali del mondo, da perdere quasi il loro carattere di eccezionalità, per diventare un strumento di utilizzo standard.

L’archetipo di politica non convenzionale è probabilmente la *balance sheet policy*, con cui si denotano quelle azioni di *policy* aventi come conseguenza un’espansione dello stato patrimoniale delle banche centrali al di là di quanto sarebbe necessario per mantenere il tasso di *policy* scelto come target. In particolare, nel *quantitative easing* puro l’espansione avviene attraverso le riserve: a fronte dell’aumento delle riserve sul lato passivo, si avrà una contestuale ed equivalente espansione sul lato attivo. Per questo tipo di misura è, tuttavia, irrilevante come tale espansione si distribuisca, tra le poste attive, in titoli e prestiti. In implementazioni successive al QE puro, si è cercato di espandere la dimensione del bilancio, modificando altresì la composizione degli attivi e, in particolare, sostituendo i convenzionali titoli del Tesoro con titoli rischiosi. Al riguardo Ben Bernanke, che ha introdotto questo nuovo programma definendolo *credit easing*, sottolinea che “in a pure QE regime, the focus of policy is the quantity of bank reserves, which are liabilities”, mentre il “credit easing approach focuses on the mix of loans and securities” (Bernanke 2009). Una forma intermedia tra QE puro e *credit easing* è il *qualitative easing*, che consiste in uno shift nella composizione del patrimonio della banca centrale verso attività meno liquide e più rischiose, pur tenendo costante la dimensione complessiva dello stato patrimoniale (Farmer 2012).

Al di là delle politiche di bilancio, un’ulteriore forma di politica non convenzionale consiste nella *forward guidance*, che può essere vista come una forma di “management delle aspettative”, efficace soprat-

tutto in presenza di situazioni di crisi, quali trappole di liquidità. Se le comunicazioni da parte delle autorità monetarie sono tradizionalmente intese a rassicurare i mercati, nel caso della *forward guidance*, oltre a dare informazioni sulle future azioni di *policy*, vengono anche chiaramente identificate le condizioni sotto le quali i programmi intrapresi verranno mantenuti e quelle che, invece, ne comporteranno la cessazione. Il dettaglio e la chiarezza sugli intenti di *policy* contribuiscono ad evitare sorprese con effetti potenzialmente negativi. Le promesse contenute negli statement ufficiali, nella misura in cui i *policy maker* sono considerati credibili, impattano sui livelli di equilibrio dei mercati, prima ancora che l'azione correttiva venga intrapresa. Si parla pertanto, in analogia con le *open market operation*, di *open mouth operation* (Guthrie e Wright 2000 e Campbell 2013).

Il *financial deepening* dei mercati e, dunque, il crescente peso degli intermediari nel trasmettere gli impulsi dei *policy maker*, rende le politiche non convenzionali uno strumento importante anche in assenza di condizioni di ZLB. Naturalmente la presenza di tassi nulli o prossimi allo zero ne giustifica *a fortiori* il loro impiego.

Un'analisi dell'efficacia di tali politiche – che, come detto, sono diventate di uso piuttosto frequente – esula gli scopi di questo studio e sarebbe comunque difficile da condursi, in quanto non è possibile affermare cosa sarebbe accaduto ove le stesse non si fossero applicate. L'esperienza ha, in ogni caso, mostrato che il rischio più temibile, quale effetto di politiche ultraespansive, ossia un elevato livello di inflazione, non si è mai palesato.

In generale, le politiche più efficaci sono quelle che, invece di perseguire generiche espansioni degli stati patrimoniali delle banche centrali, si sono focalizzate su acquisti di specifici segmenti di attività scelti come target. Inoltre, le *balance sheet policy* hanno dato effetti migliori quando coniugate con azioni di *forward guidance*. Infatti, le politiche di bilancio vengono intese come un segnale sulle azioni future: se tali segnali si accompagnano anche a *open mouth operation*, l'azione promessa tenderà a essere considerata credibile (Curdia e Woodford 2011).

Una questione più complessa concerne l'effettiva possibilità di alterare l'allocazione dei rischi a livello di sistema attraverso politiche di bilancio selettive, che puntano a modificare la composizione degli

attivi della banca centrale.

Se la banca centrale acquista attivi rischiosi dagli intermediari (si pensi al caso degli MBS), libera risorse nei loro bilanci. Dunque, non solo gli intermediari hanno una massa di liquidità aggiuntiva da impiegare, ma i loro bilanci non sono appesantiti da titoli rischiosi. Gli intermediari possono allora acquisire nuovo rischio, finanziando nuovi progetti. Pertanto, con questa operazione di espansione selettiva, i *policy maker* riescono a “superare il filtro degli intermediari” e a raggiungere il prenditore finale di fondi.

Bisogna, però, interrogarsi sulla nuova allocazione del rischio che in precedenza era collocato negli attivi degli intermediari. Si potrebbe affermare che lo stesso sia stato trasferito nel bilancio di un soggetto con capacità di sopportare perdite illimitate. A ben guardare, va notato che la banca centrale percepisce un profitto da signoraggio, ossia un profitto dovuto all’esercizio della propria funzione monetaria. Questo profitto viene poi trasferito allo Stato. In presenza di default, i rendimenti di portafoglio per i titoli confluiti nel bilancio della banca centrale saranno più bassi e pertanto più bassi saranno i profitti successivamente trasferiti allo Stato, il quale dovrà recuperare i minori introiti attraverso la tassazione.

Dunque, il *qualitative easing* trasferisce semplicemente risorse da un gruppo di agenti ad altri. Per le modalità con cui opera, Buitier (2009b) ritiene che sia errato qualificarlo come un tipo di politica monetaria: è piuttosto una politica fiscale o una *quasi-fiscal policy*.

### 3.5 Oltre lo ZLB: i tassi negativi.

L’espressione *zero lower bound* enfatizza la “impossibilità concettuale” di oltrepassare la soglia dello zero per i tassi nominali. Per una parte della letteratura si tratta di una posizione assiomatica di partenza da cui muove la modellistica. Altri autori, invece, soprattutto nella prima letteratura sul valore hanno esplicitamente negato la possibilità di valori dei tassi negativi. Come abbiamo osservato in precedenza, le motivazioni sono essenzialmente riconducibili a quelle, che con un linguaggio finanziario, si possono chiamare argomenti di arbitraggio tra moneta e titoli con interessi negativi.

Tale impossibilità, percepita dai *policy maker*, ha spinto gli stessi a implementare le politiche non convenzionali di cui abbiamo già di-

scusso. Ciononostante, alcune banche centrali, incuranti sia della pratica precedentemente seguita, sia delle analisi teoriche, hanno sperimentato tassi negativi senza mai incorrere, tuttavia, nelle conseguenze drastiche paventate in tali studi.

Le evidenze empiriche di applicazione dei tassi negativi (si veda il paragrafo successivo per un'analisi dettagliata) ci spingono a rivedere le nostre posizioni teoriche. Come è facile intuire, la letteratura, che prima ignorava o negava esplicitamente la possibilità di tassi negativi, inizia adesso a trovare nuovi argomenti e possibili soluzioni al problema dello ZLB.

Possiamo distinguere questa letteratura in due categorie: quella che esplora l'ipotesi di un cambiamento radicale del sistema economico e in particolare dei mezzi di pagamento; quella che, piuttosto, rivisita la teoria tradizionale mirando a rimuovere gli ostacoli analitici allo ZLB. In alcuni casi queste teorie sono simili alle geometrie non euclidee che, utilizzando argomentazioni assurde o paradossali, finiscono per provare la bontà delle teorie esistenti. Si possono talora ascrivere a questo gruppo i modelli che assumono l'abolizione della moneta cartacea. È abbastanza immediato comprendere che, se la barriera al raggiungimento di tassi negativi è rappresentata dalla moneta, modificando il ruolo di questo mezzo di pagamento è possibile anche rimuovere l'ostacolo, oltre che ottenere numerosi ulteriori risultati in termini di ordine pubblico (si pensi al riciclaggio, spaccio di banconote, evasione fiscale etc.)<sup>3</sup>.

Un'analisi dettagliata dei costi e benefici connessi a questa soluzione si trova in Rogoff (2014). Ovviamente i costi maggiori sarebbero di natura "culturale". Le considerazioni al riguardo travalicano il mero ragionamento economico. Basti qui notare che anche semplici limiti all'uso del contante hanno sovente incontrato il disfavore del pubblico, che vede non di rado la libertà di utilizzo del contante come una sorta di libertà civile.

Ricordando la premessa di Hicks alla base della dominanza della moneta sui titoli con interessi negativi, ossia che il costo della sua detenzione è trascurabile, un'alternativa alla sua soppressione è tassarla. Si

---

3) Si è pittorescamente osservato che "Crime does pay – but only in cash!" (Speiser 1975).

tratta di un problema non nuovo già discusso da Fisher (1933) che proponeva di apporre sulle banconote una marca “somewhat resembling a postage stamp”. Una forma più sofisticata consisterebbe nell’attribuire una scadenza, al termine della quale, in mancanza della marca, la banconota perderebbe il suo corso legale. L’apposizione della marca da parte di un agente statale sarebbe l’equivalente di un interesse negativo. La scadenza delle banconote toglierebbe alle stesse la loro caratteristica qualità di riserva di valore. In tempi recenti Goodfriend (2000) ne propone una versione ancora più elaborata, basata sul ricorso a bande magnetiche. La versione di tassa più suggestiva è probabilmente quella dovuta a Mankiw (2009), il quale propone di invalidare con una lotteria alcune banconote sulla base del numero di serie, il che equiparerebbe il mezzo di pagamento a un titolo rischioso.

Un’altra possibilità per penalizzare la moneta rispetto ai titoli consiste nel privarla della sua funzione di unità di conto, già analizzata da Einaudi: “Oggi, noi abbiamo una sola unità monetaria: lira, franco, marco, lira sterlina, dollaro. [...] Il sistema monetario europeo d’innanzi la rivoluzione francese era informato a principii del tutto diversi. [...] Esisteva dunque una unità monetaria utile alle contrattazioni, alle obbligazioni, ai rendiconti ed era la lira di conto od immaginaria o numeraria o ideale. [...] Se era possibile contrattare e contare, non si poteva evidentemente pagare in lire immaginarie, non mai state coniate da secoli in nessuna delle loro suddivisioni. Il pagamento aveva luogo in monete reali, effettive, coniate in oro, in argento [...] e via dicendo” (Einaudi 1936).

L’idea corrente è che la moneta di riferimento sia quella bancaria: il contante avrebbe un cambio variabile rispetto ai depositi bancari, che fungerebbero da bene numerario. Il *decoupling* della funzione di numerario dalla moneta cartacea e la variabilità del cambio renderebbe il possesso di moneta costoso. Un’analisi dettagliata di questo processo e delle relative implicazioni macroeconomiche si possono trovare in Buiter (2007). Kimball (2015) ne propone una versione per così dire moderna, in cui la moneta bancaria assurge a moneta elettronica.

Come può notarsi, tutte le soluzioni proposte hanno un impatto drammatico sul sistema monetario, senza considerare le implicazioni socio-culturali connesse all’uso della moneta cartacea.

Questi modelli non tengono conto della recente realtà, in cui i *policy maker* hanno abbassato i tassi oltre lo zero senza alcuna modifica strutturale al sistema monetario.

Una primo modo per reinterpretare il problema dello ZLB si basa sulla nota *regola di Friedman* sui tassi (Friedman 1969).

L'utilità della moneta è tipicamente concava. La disponibilità di circolante consente di ridurre i costi di transazione nella nostre attività di consumo. Si pensi al costo-opportunità del tempo quando facciamo le file agli sportelli, agli ATM o, se necessita, al costo di conversione di titoli in denaro. Naturalmente vi è un limite oltre il quale non vi è alcuna utilità aggiuntiva nel detenere la propria ricchezza sotto forma di moneta. Il limite naturale dal punto di vista dell'efficienza delle transazioni è tuttavia influenzato dai tassi di rendimento dei titoli. Detenere moneta, ancorché conveniente dal punto di vista delle transazioni, ci fa perdere l'interesse sui titoli in cui possiamo investirla. Secondo Friedman, per dare efficienza all'economia, le autorità monetarie dovrebbero fissare un tasso di interesse nominale nullo. In questo caso non vi sarebbe alcuna perdita dal detenere la ricchezza sotto forma di contante invece che in titoli<sup>4</sup>.

Friedman parlava di inefficienza rispetto ai tassi positivi. Traslando il ragionamento alla realtà odierna, una simile inefficienza si avrebbe anche in presenza di tassi negativi, i quali sarebbero sub-ottimali allo stesso modo in cui lo sono quelli positivi. Nel secondo caso, quello analizzato da Friedman, si avrebbe una domanda di moneta per transazioni inferiore a quella ottimale; nel primo caso si genererebbe una domanda superiore a quella ottimale. I costi sarebbero gli stessi in entrambi i casi, ma i tassi negativi consentirebbero di ottenere anche potenziali benefici rispetto alla domanda aggregata. Allora, in termini di benefici netti, è più conveniente avere tassi negativi, quando ciò è necessario per stimolare la domanda, piuttosto che tassi positivi.

I tassi negativi penalizzerebbero il risparmio e favorirebbero l'indebitamento, spingendo l'economia a consumare e investire di più. Piuttosto che percepire tassi negativi sui depositi bancari, è in generale

---

4) Va notato che essendo i tassi di interesse reali di norma positivi, ciò implica avere deflazione nel lungo periodo.

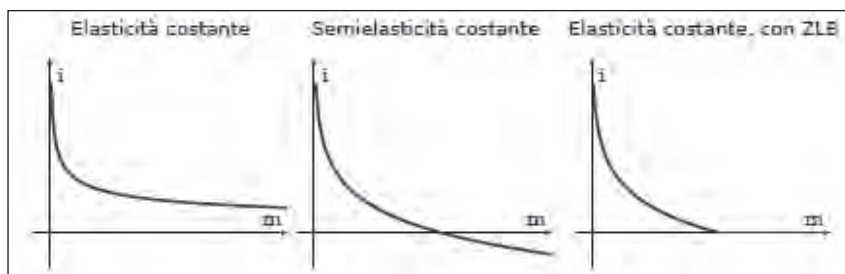
preferibile spendere il contante o comprare titoli, ma giova ribadire ancora che, se l'outlook economico è estremamente pessimistico, nemmeno questa soluzione potrà sortire effetti sulla domanda.

Va notato che l'eccesso di moneta transattiva può essere potenzialmente illimitata e ciò sembrerebbe collimare con gli effetti che si manifestano in presenza di trappola della liquidità.

Rognlie (2015) ne fornisce una possibile spiegazione. Nella figura 5 vengono presentate tre distinte funzioni di domanda di moneta.

La prima rispecchia l'impostazione Neo-Keynesiana tradizionale di Baumol-Tobin (Baumol 1952 e Tobin 1956). La terza è una versione che enfatizza la presenza di trappola della liquidità. Entrambe utilizzano un'elasticità costante. In entrambi i casi un tasso nullo implica un'esplosione della domanda a  $\infty$  per il tasso di interesse che tende a zero. La seconda capitalizza sui risultati di Ball (2001) e Ireland (2008) e assume una curva semielastica. In questo caso non si ha più un andamento asintotico. La domanda continua a crescere al diminuire dei tassi, senza mai esplodere anche in presenza di tassi negativi. È quest'ultima particolare forma della curva di domanda di moneta che riesce a spiegare le conseguenze, o meglio le mancate conseguenze, dell'applicazione dei tassi negativi cui abbiamo sinora assistito.

**Figura 5 – Relazione tra tassi (negativi) e domande di moneta con diverse tipologie di elasticità**



Fonte: Rognlie (2015)

#### **4. Al di là dello ZLB: i policy maker e le misure straordinarie durante la crisi**

In cerca di una rinnovata efficacia nei meccanismi di trasmissione degli impulsi di politica monetaria, il policy maker mondiale ha gradualmente spostato il focus della sua azione di regolazione dei tassi di interesse ufficiali su misure alternative, le quali hanno avuto, e stanno tuttora avendo, un ruolo complementare rispetto a quelle tradizionali, basate sui sistemi a “corridoio”.

Come è noto, in un sistema a corridoio, la banca centrale fissa tre tassi di interesse:

- il tasso a cui le banche possono rifinanziarsi presso la banca centrale nelle operazioni di mercato aperto (nel caso della BCE, si tratta dell’ORP: tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali);
- il tasso di interesse a cui le banche possono chiedere liquidità *overnight* direttamente alla banca centrale (nel caso della BCE, è il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale);
- il tasso di interesse che le banche ottengono sulla liquidità in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria (tasso di interesse sui depositi *overnight*).

Le gravi tensioni manifestatesi nei mercati finanziari a partire dall’agosto 2007 hanno richiesto interventi straordinari da parte delle banche centrali di tutto il mondo, le quali, accanto a drastiche riduzioni dei tassi di interesse ufficiali, hanno fatto ricorso a misure di politica monetaria cosiddette “non convenzionali”. Espressione con cui si fa riferimento, in termini generali, al complesso di tutti quegli strumenti nuovi o innovativi di politica monetaria<sup>5</sup>. Tra tali interventi, hanno rivestito un ruolo di primo piano i programmi di acquisto di attività finanziarie a medio-lungo termine. Di seguito analizziamo le principali misure adottate, con particolare riguardo al *policy maker* americano ed europeo.

Al fine di fronteggiare le crescenti tensioni sul mercato interbanca-

---

5) Per una tassonomia delle politiche monetarie non convenzionali si vedano, tra gli altri: Borio C., Disyatat P. (2010) e Stone M., Fujita K., Ishi K. (2011).



rio durante i primi mesi di crisi, nel dicembre del 2007, la BCE, la *Federal Reserve* e altre primarie banche centrali (*Bank of England*, *Swiss National Bank* and *Bank of Japan*), hanno deciso di immettere liquidità in dollari statunitensi (a fronte di garanzie idonee) alle loro controparti per il tramite di accordi di *swap*, al fine di contrastare le difficoltà di alcune banche relativamente al *funding* in valuta estera, soprattutto in dollari USA. Normalmente, le linee di *swap* riguardano gli interventi sui mercati valutari, ma la loro attivazione durante le turbolenze ha avuto l'obiettivo di fronteggiare gli attriti sul mercato monetario (BCE 2009a; BCE 2009b).

Nei giorni successivi al fallimento della banca d'investimento americana *Lehman Brothers*, avvenuto nel settembre del 2008, le banche centrali di tutto il mondo (es. BCE, *Bank of Canada*, *Bank of England*, *Federal Reserve*, *Sveriges Riksbank* e *Swiss National Bank*), hanno fortemente ridotto, di concerto, i tassi di interesse di riferimento e intrapreso le prime misure non convenzionali di politica monetaria<sup>6</sup>. La Fed, ad esempio, nel dicembre del 2008 ha ridotto rapidamente il suo obiettivo per il *federal funds rate*, portandolo all'interno di un *range* compreso tra lo 0% e lo 0,25%. La scelta della Fed ha trovato ulteriore enfasi nelle decisioni di banche europee e asiatiche, le quali, a partire dal 2014, hanno superato il limite concettuale, e fino a quel momento anche empirico, rappresentato dai tassi *zero*, raggiungendo valori negativi.

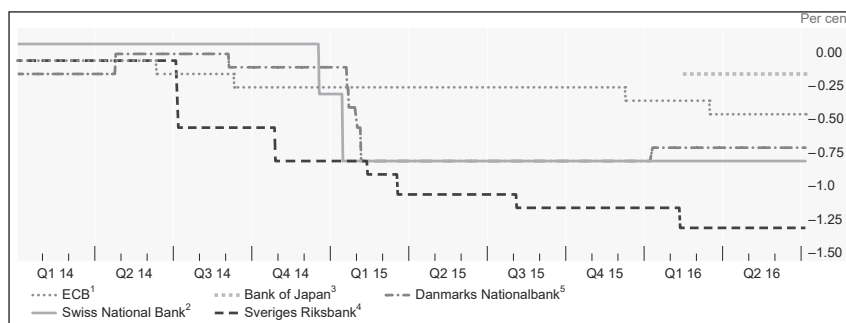
Diverse banche centrali hanno portato addirittura in territorio negativo il loro tasso di riferimento sui depositi. A tal riguardo, la figura 6 mostra l'evoluzione dei tassi di deposito delle banche centrali che hanno adottato valori negativi.

---

6) La Banca del Giappone esprime il suo pieno sostegno alla riduzione concertata dei tassi di interesse di riferimento. Cfr. BCE (2010), pp. 66-73.

POLITICHE MONETARIE STRAORDINARIAMENTE ACCOMODANTI AL DI LÀ DELLO ZLB,  
PROCESSI DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA E RIFLESSI SUL CREDITO

**Figura 6 – I tassi di deposito delle banche centrali in territorio negativo**



*Note: 1 Rate on the ECB deposit facility. 2 Interest rate charged by the Swiss National Bank on sight deposits. 3 Interest rate on the third tier of excess reserves held at the Bank of Japan. 4 Rate of interest banks receive when they deposit funds at the Riksbank. 5 Rate on one-week certificates of deposit.*

Fonte: Borio C., Zabai A. (2016), p. 20.

In sostanza le banche commerciali sono penalizzate dal detenere riserve presso la banca centrale. Il disincentivo all'accumulo di riserve dovrebbe incentivare gli intermediari a ottenere redditività erogando crediti al settore reale e quindi stimolare la crescita economica.

Quando lo ZLB viene raggiunto, le banche centrali di tutto il mondo ricorrono all'utilizzo di misure non convenzionali di politica monetaria.

Nonostante una comune crisi finanziaria internazionale, le diverse banche centrali hanno fatto ricorso a strategie di politica monetaria non convenzionali spesso differenti, in considerazione dei rispettivi mandati, della diversa struttura dei mercati finanziari di riferimento e del ruolo degli istituti di credito nel finanziamento dell'economia<sup>7</sup>. La strategia della Fed, ad esempio, è stata quella di intraprendere misure atte a garantire l'erogazione diretta del credito al settore privato non finanziario, nonché quella di lanciare programmi di acquisto di titoli pubblici e privati. Infatti, la Fed, soprattutto nei primi due anni

7) Ad esempio, la BCE ha un unico obiettivo: assicurare il mantenimento della stabilità dei prezzi (ossia un tasso di inflazione inferiore ma prossimo al 2% nel medio termine). Il mandato attribuito alla Fed, invece, prevede due obiettivi: mantenere la stabilità dei prezzi (senza alcuna specificazione quantitativa) e assicurare la crescita sostenibile.

della crisi (2007-2008), ha erogato liquidità finanziando direttamente banche e dealer, introducendo i seguenti strumenti: la *term auction facility* (Taf), ossia l'erogazione di liquidità a un mese attraverso un meccanismo di asta e a fronte di una più vasta categoria di garanzie; la *term securities lending facility*, che consentiva di ottenere titoli del Tesoro in cambio di titoli di emittenti privati; la *primary dealer credit facility*, che permetteva di ottenere prestiti a brevissimo termine al tasso di sconto e a fronte di adeguate garanzie (Consob 2012).

Relativamente, invece, ai programmi di acquisto di titoli pubblici e privati, la Fed ha annunciato il suo primo *Large-Scale Asset Purchase Programme* (LSAP1) alcune settimane dopo il fallimento di *Lehman Brothers*, nel novembre del 2008. Si trattava di acquisti di *mortgage-backed securities* (MBS) e di altri titoli di debito delle agenzie federali. Nei mesi successivi il programma è stato esteso agli acquisti di titoli del Tesoro statunitense a più lungo termine. Nonostante ciò, nel 2010, a causa del peggioramento del contesto economico, la Fed è stata costretta a lanciare un ulteriore programma *Large-Scale Asset Purchase* (LSAP2), che consisteva in ulteriori acquisti di titoli del Tesoro statunitense a più lungo termine. Ancora, nel 2011, la Fed ha lanciato il *Maturity extension programme* (MEP), relativo ad acquisti di titoli del Tesoro statunitense aventi vita residua compresa tra 6 e 30 anni, a cui corrispondevano vendite di pari ammontare di titoli del Tesoro statunitense aventi vita residua compresa tra 3 mesi e 3 anni. La logica di questa operazione, detta anche “Twist 2”, è quella secondo la quale lo scambio di titoli a lunga durata con titoli a breve termine è in grado di ridurre la pendenza della curva dei rendimenti, senza determinare un'ulteriore espansione del bilancio della banca centrale<sup>8</sup>. Il programma MEP è stato ampliato nel 2012, e sempre nello stesso anno la Fed ha lanciato il terzo *Large-Scale Asset Purchase Programme* (LSAP3), relativo ad acquisti sia di MBS, che di titoli del Tesoro statunitense a più lungo termine. Tali programmi sono giunti al termine nel 2014, grazie alla sostanziale ripresa dell'economia USA e al raggiungimento degli obiettivi di politica monetaria della Fed (Chen Q. et al. 2017).

---

8) L'operazione MEP è stata chiamata anche “Twist 2” perché simile all'operazione “Twist” dell'Amministrazione Kennedy degli anni Sessanta. Cfr. Gambacorta L., Hofmann B. (2012), p. 40.

La BCE, invece, durante i primi mesi della crisi finanziaria, si è concentrata sulle misure di sostegno alla liquidità bancaria, al fine di stimolare l'erogazione del credito a famiglie e imprese. In particolare, la BCE, a partire da ottobre 2008, ha iniziato a fornire finanziamenti illimitati alle banche, conducendo le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (tre mesi, sei mesi, 12 mesi e 13 mesi) mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi. Con tali azioni è riuscita, nel complesso, a soddisfare la domanda delle banche di liquidità di banca centrale a fronte di garanzie adeguate (Consob 2012). A partire dal 2009 la BCE ha iniziato a intervenire, anche direttamente, nei mercati dei titoli, con acquisti di obbligazioni garantite denominate in euro, nell'ambito del primo e del secondo "Programma di acquisto di obbligazioni garantite" (*Covered bond purchase programme*, CBPP1 e CBPP2). Ciò al fine di promuovere un allentamento delle condizioni di credito e di migliorare la liquidità in questo fondamentale segmento di mercato, essendo l'emissione di obbligazioni garantite una fonte primaria di finanziamento per le banche dell'area dell'euro.

In risposta alla crisi del debito sovrano, nel 2010 la BCE ha lanciato il "Programma di acquisto di titoli di debito pubblici e privati" (*Securities Markets Programme*, SMP), con l'obiettivo di garantire liquidità e spessore al mercato dei titoli di Stato e di migliorare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

"Questi interventi eccezionali e incisivi hanno contribuito a sostenere l'intermediazione finanziaria nell'area dell'euro e sono stati determinanti per preservare l'offerta di credito alle famiglie e alle imprese, sempre nel pieno rispetto del mandato principale della BCE di assicurare la stabilità dei prezzi nel medio periodo" (BCE 2010). Tuttavia, a causa dell'acuirsi della crisi dei debiti sovrani, che vedeva coinvolte oltre alla Grecia anche Spagna e Italia, e al fine di evitare una pesante stretta della liquidità all'interno del sistema bancario europeo, la BCE ha lanciato, nel 2011 e nel 2012, due nuove operazioni di rifinanziamento speciali a più lungo termine con durata triennale (*Long Term Refinancing Operation*, LTRO), le quali potevano essere rimborsate già dopo il primo anno<sup>9</sup>.

---

9) Si tratta di due prestiti di notevole ammontare (per un totale pari a circa 1.000 mld euro) erogati dalla BCE tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012 a favore delle banche UEM che

Nel 2012 è stato annunciato il programma OMTs (*Outright Monetary Transactions*), mai attivato fino ad ora. Si tratta dell'impegno da parte della BCE a intervenire mediante acquisti illimitati sul mercato secondario di titoli di Stato con scadenza da 1 a 3 anni dei paesi UEM che ne facciano richiesta. Le operazioni di acquisto di titoli di Stato da parte della BCE sono sottoposte a condizioni piuttosto stingenti (in termini di austerità, attuazione di riforme strutturali, ecc.) e, come noto, sono attuate sotto il controllo di tre distinti supervisori: BCE, Commissione e FMI, a pena della loro sospensione<sup>10</sup>.

L'abbondante liquidità creata in occasione delle numerose operazioni di rifinanziamento speciali a più lungo termine (in particolare di quelle triennali, stanti gli elevati ammontari) non ha incontrato immediata occasione di impiego da parte delle banche nel circuito del credito, ma, anche a seguito del contestuale deteriorarsi del merito di credito di importanti debitori sovrani, è rimasta per così dire "intrappolata" nel mercato dei depositi interbancari. Poiché le operazioni LTRO avevano supportato solo in piccola parte il credito bancario, nel 2014, la BCE ha annunciato l'avvio di una serie di otto operazioni a più lungo termine, condotte con cadenza trimestrale e aventi durata massima pari a quattro anni (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO). Il *targeting* fa riferimento al vincolo di destinazione di tali risorse, dirette esclusivamente a istituzioni private non finanziarie: imprese e famiglie (con l'esclusione di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni, al fine di evitare potenziali speculazioni immobiliari).

Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine hanno avuto un'importanza decisiva nello stimolare la ripresa del credito bancario. Tuttavia, l'ulteriore peggioramento del quadro inflazionistico, avvenuto nel corso del 2014 a causa della forte caduta dei prezzi del petrolio, ha spinto la BCE a dare avvio a un programma di acquisto di

---

ne hanno fatto richiesta. Tali prestiti erano caratterizzati da una durata di 3 anni e da un tasso d'interesse dell'1%.

- 10) Il divieto di finanziamento monetario degli Stati membri della zona euro ha portato a un pronunciamento, nel 2015, della Corte di giustizia dell'Unione europea, secondo la quale il programma OMT annunciato dalla BCE nel settembre 2012 è compatibile con il diritto dell'Unione. Infatti, il programma di acquisto di titoli di Stato sui mercati secondari non eccede le attribuzioni della BCE in materia di politica monetaria e non viola il divieto di finanziamento monetario degli Stati membri (Cfr. Corte di giustizia dell'Unione europea 2015).

attività finanziarie private (*Asset Purchase Programme*, APP) (Draghi M. 2015b). In particolare, ha deciso di acquistare sui mercati primario e secondario un ampio portafoglio di ABS emessi a seguito della cartolarizzazione di crediti bancari a imprese e famiglie dell'UEM (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*, ABSPP), nonché di acquistare sui mercati primario e secondario un ampio portafoglio di titoli garantiti denominati in euro ed emessi da istituzioni finanziarie monetarie domiciliate nell'Eurozona, nel quadro di un nuovo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (*Covered Bond Purchase Programme*, CBPP3).

A causa del peggioramento delle prospettive d'inflazione e di un aumento dell'incertezza sull'evoluzione dell'economia globale, nel 2015 la BCE ha annunciato un sostanziale ampliamento dell'APP, il quale comprende, ora (si veda anche la tabella 2):

- i due programmi di acquisto avviati in precedenza (ABSPP e CBPP3);
- acquisti, solo sul mercato secondario, di titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro, nonché di obbligazioni denominate in euro emesse da agenzie situate nell'Eurozona e da istituzioni europee, con vita residua compresa, inizialmente tra 2 e 30 anni, dal 2017 tra 1 e 30 anni (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP);
- dal 2016, acquisti sia sul mercato primario sia su quello secondario di obbligazioni *corporate investment grade* (non bancarie) dell'area dell'euro, aventi vita residua compresa tra 6 mesi e 30 anni (*Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP)<sup>11</sup>. Le obbligazioni delle società riconducibili al settore pubblico possono essere acquistate solo sul mercato secondario, nel rispetto del divieto di finanziamento monetario.

---

11) Tale programma ha determinato, tra l'altro, un calo significativo dei rendimenti delle obbligazioni *corporate*.

POLITICHE MONETARIE STRAORDINARIAMENTE ACCOMODANTI AL DI LÀ DELLO ZLB,  
PROCESSI DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA E RIFLESSI SUL CREDITO

**Tabella 2 - Principali caratteristiche dei programmi di acquisto nell'ambito dell'APP**

| Programma    | Anno di avvio del programma | Tipologia di titoli acquistati                                                                 | Modalità di acquisto                                                    | Ripartizione dei redditi                                                                                                                                                                                     | Condivisione dei rischi     | Ammontare acquistato                                                                                                                                                                                                            | Criterio di valutazione                                                       |
|--------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|
| <b>CBPP3</b> | 2014                        | Obbligazioni bancarie garantite                                                                | Acquistati dalle BCN e dalla BCE                                        | I redditi effettivi conseguiti sono ripartiti tra le BCN dell'Eurosistema in base alla rispettiva chiave capitale                                                                                            | I rischi sono condivisi     |                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                               |
| <b>ABSPP</b> | 2014                        | Asset-backed securities                                                                        | Acquistati dalla BCE tramite asset managers e alcune BCN                | I redditi confluiscono nel conto economico della BCE e concorrono alla formazione dell'utile distribuibile alle BCN                                                                                          | I rischi sono condivisi     |                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                               |
| <b>PSPP</b>  | 2015                        | Titoli di Stato, titoli emessi da amministrazioni regionali e locali e da agenzie riconosciute | 80% acquistati dalle BCN in proporzione alla rispettiva chiave capitale | I redditi vengono ripartiti in base al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale pro tempore vigente: la differenza tra quest'ultimo ed il rendimento effettivo rimane a carico delle singole BCN | I rischi non sono condivisi | 60 miliardi al mese da marzo 2015 a marzo 2016; 80 miliardi al mese da aprile 2016 fino a marzo 2017; 60 miliardi al mese da aprile 2017 fino a dicembre 2017; 30 miliardi al mese da gennaio 2018 almeno fino a settembre 2018 | Costo ammortizzato soggetto a riduzione in caso di perdite durevoli di valore |
|              |                             |                                                                                                | 10% acquistati dalla BCE                                                | I redditi confluiscono nel conto economico della BCE e concorrono alla formazione dell'utile distribuibile                                                                                                   | I rischi sono condivisi     |                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                               |
|              |                             | Titoli emessi da enti sovranazionali e banche di sviluppo multilaterale                        | 10% acquistati da alcune BCN                                            | I redditi effettivi conseguiti su tali titoli sono ripartiti tra le BCN dell'Eurosistema in base alla rispettiva chiave capitale                                                                             | I rischi sono condivisi     |                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                               |
| <b>CSPP</b>  | 2016                        | Titoli di qualità elevata emessi da società non bancarie                                       | Acquistati da alcune BCN                                                | I redditi effettivi conseguiti sono ripartiti tra le BCN dell'Eurosistema in base alla rispettiva chiave capitale                                                                                            | I rischi sono condivisi     |                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                               |

Note: gli acquisti di obbligazioni bancarie garantite sono condotti dalla BCE e dalle BCN (in base alla chiave capitale); quelli di ABS sono effettuati da società di gestione esterne e da alcune BCN in nome e per conto della BCE. Gli acquisti nell'ambito del PSPP sono eseguiti dalla BCE per il 10% del totale e dalle BCN per la restante parte. Gli interventi nel mercato delle obbligazioni non bancarie sono effettuati da sei BCN (oltre alla Banca d'Italia, le BCN di Belgio, Finlandia, Francia, Germania e Spagna). Nei programmi che prevedono acquisti da parte di tutto l'Eurosistema si segue un criterio di specializzazione: ciascuna BCN è il primario acquirente sul mercato del proprio paese; mentre la BCE acquista titoli di ogni giurisdizione. I rischi sui titoli acquistati nell'ambito dell'APP sono condivisi fra le BCN in base alla chiave capitale, ad eccezione di quelli connessi con i titoli di Stato (o connessi da amministrazioni regionali e locali e da agenzie riconosciute) acquistati dalle BCN nell'ambito del PSPP, che rimangono in capo alle singole banche centrali acquisite. Fonte: sito della Banca d'Italia ([www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)) e integrazioni degli autori

Sempre nel 2016, “al fine di allentare ulteriormente le condizioni del credito al settore privato e di stimolare l'erogazione di prestiti bancari all'economia reale” (BCE 2016), è stata introdotta una seconda serie di quattro operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine a condizioni di vantaggio per le banche europee, ciascuna della durata di quattro anni (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO2). Il tasso di interesse, inizialmente pari a quello sulle operazioni di rifinanziamento principali, può ridursi sino a raggiungere quello sui depositi *overnight* in essere al momento della concessione del finanziamento (attualmente pari a -0,4%), in funzione del volume dei prestiti effettivamente concessi dagli istituti di credito a famiglie e imprese. Le diverse misure di politica monetaria non convenzionale adottate dagli inizi della crisi finanziaria internazionale dalle diverse banche centrali si sono riflesse, tra l'altro e seppur in misura variabile, in un significativo aumento delle dimensioni dei bilanci delle stesse e una modifica della loro composizione. Questo ha portato i bilanci delle banche centrali di tutto il mondo ad essere utilizzati, in maniera crescente, come strumenti di politica monetaria<sup>12</sup>.

Dal confronto tra il bilancio della BCE e quelli, ad esempio, della Fed e della *Bank of England* emerge la diversa natura delle misure non convenzionali adottate. Infatti, l'incremento relativo del bilancio della BCE durante la crisi è stato più contenuto rispetto al caso delle banche centrali che hanno effettuato interventi sotto forma, soprattutto, di acquisti di attività, come avvenuto negli Stati Uniti e nel Regno Unito (BCE 2011b).

## **5. I riflessi sul credito delle politiche straordinarie adottate dalla BCE: evidenze**

Durante le fasi acute della crisi finanziaria, le misure non convenzionali adottate dalla BCE, unitamente alla drastica riduzione dei tassi d'interesse di riferimento, hanno contribuito, e stanno tuttora con-

---

12) Per un approfondimento degli effetti delle misure non convenzionali di politica monetaria sui bilanci delle banche centrali si vedano, ad esempio: BCE (2015a), pp. 69-88; Borio C., Zabai A. (2016); Consob (2012), pp. 70-73, Gambacorta L., Hofmann B. (2012), pp. 38-40.



tribuendo, a sostenere l'intermediazione finanziaria, ad esempio, influenzando positivamente il credito bancario. Tra l'altro, l'inclusione nei programmi di acquisto anche di alcune attività private – quali gli ABS, le obbligazioni bancarie garantite e, più recentemente, le obbligazioni emesse da società non bancarie dell'Eurozona, purché di qualità sufficientemente elevata – ha come finalità quella di potenziare ulteriormente la trasmissione dell'impulso monetario al canale del credito alle imprese e alle famiglie.

La letteratura specialistica, nel valutare gli effetti sull'attività creditizia delle politiche monetarie convenzionali e non convenzionali, distingue, tipicamente, il canale della “traslazione diretta” da quello della “traslazione indiretta”<sup>13</sup>.

Attraverso il canale della “traslazione diretta”, talune misure non convenzionali (tra le quali i programmi LTRO, TLTRO e TLTRO2), grazie all'allentamento delle condizioni di rifinanziamento per le banche, dovrebbero favorire, direttamente, l'attività di prestito bancaria. In particolare, l'abbassamento dei costi delle operazioni TLTRO2 per le banche attivamente impegnate nell'erogazione di prestiti avrebbe incentivato le stesse a un'erogazione addizionale (le banche possono infatti ottenere condizioni più vantaggiose nell'ambito delle TLTRO2 se l'ammontare dei crediti erogati supera il valore di riferimento). Attraverso il canale della “traslazione indiretta”, basato sul ribilanciamento/ricomposizione dei portafogli e favorito dall'acquisto di attività finanziarie da parte della banca centrale (ad esempio, il programma APP) si dovrebbe sostenere indirettamente l'espansione del credito bancario.

Infatti, i programmi di acquisto dell'Eurosistema dovrebbero influenzare direttamente i rendimenti dei titoli pubblici e privati oggetto dell'intervento, determinando uno spostamento verso il basso delle rispettive curve dei rendimenti e influenzare indirettamente le condizioni di offerta del credito, oltre a stimolare gli investimenti. Ciò poiché rendimenti bassi o nulli, o addirittura negativi, del *banking book* dovrebbero accrescere l'appetibilità dell'attività di *lending* (BCE 2015b).

---

13) Sul tema è presente un'ampia letteratura. Si vedano, ad esempio: BCE (2017a); BCE (2015b); Draghi M. (2015a); Gambacorta L., Hofmann B. (2012).

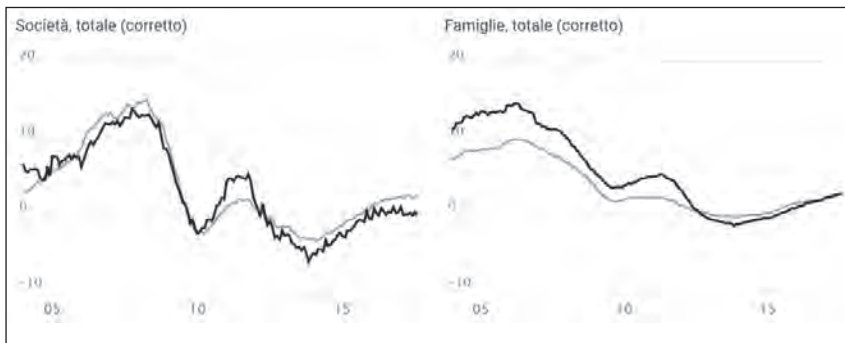
Le figure 7 e 8 forniscono un'indicazione di sintesi di come il credito bancario al settore privato (società non finanziarie e famiglie) dell'Italia e dell'intera Eurozona abbia beneficiato delle politiche straordinariamente espansive adottate dalla BCE (misure non convenzionali e forte riduzione dei tassi d'interesse di riferimento), nonché del consolidamento della crescita dell'attività economica.

“L'indagine sul credito bancario nell'area dell'euro fornisce riscontri del fatto che il programma di acquisto di attività della BCE, le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO) e il tasso di interesse negativo sui depositi presso la banca centrale hanno concorso a determinare termini e condizioni di credito più favorevoli nel 2016, incrementando l'attività di prestito” (BCE 2017b). Infatti, soprattutto in seguito al lancio, nel 2014, del programma APP (successivamente ampliato), l'attività di prestito effettuata dagli istituti di credito italiani ed europei ha subito un'accelerazione, sia nel comparto delle famiglie sia, in misura maggiore, in quello delle società non finanziarie. Questa dinamica è evidenziata nella figura 7, dove è rappresentato l'andamento, in percentuale, dei prestiti bancari alle società non finanziarie e alle famiglie nell'Eurozona e in Italia.

L'attività di prestito è stata favorita anche da una generalizzata diminuzione del costo del credito, sia per le società non finanziarie che per le famiglie (figura 8). “Le evidenze disponibili confermano che l'APP, insieme alle altre misure monetarie adottate nel corso del 2014, ha avuto un impatto positivo anche sulle condizioni di offerta di credito. Il costo dei nuovi prestiti bancari a famiglie e imprese nell'area dell'euro si è ridotto, dalla metà del 2014, rispettivamente di 60 e 70 punti base” (Banca d'Italia 2016a).

Gli andamenti dei tassi di crescita dei prestiti e del costo del credito in Italia e nell'Eurozona mostrano però delle differenze. Infatti, l'attività di *lending* nel nostro paese sembra aver risentito maggiormente di fattori quali la crisi del debito sovrano e l'ingente ammontare di *non performing loan* (NPL) detenuto dal sistema bancario italiano (figure 7 e 8).

**Figura 7 – Andamento dei prestiti bancari alle società non finanziarie e alle famiglie nell'Eurozona e in Italia (in %)**

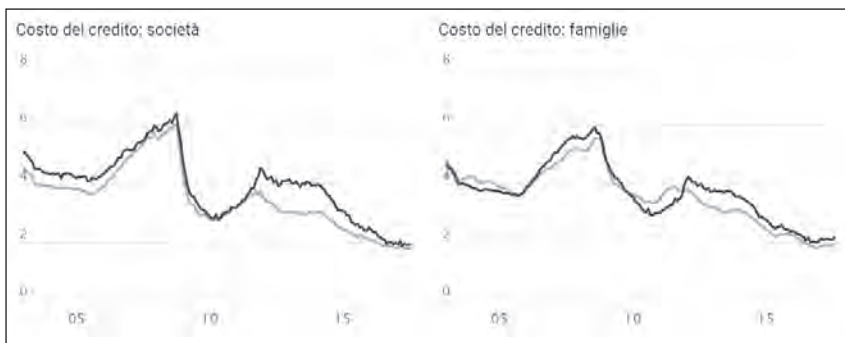


LEGENDA: EUROZONA (LINEA GRIGIO CHIARO); ITALIA (LINEA GRIGIO SCURO)

Note: tassi di crescita dei prestiti bancari totali alle società non finanziarie e alle famiglie dell'area dell'euro corretti per cessioni di prestiti, cartolarizzazioni e cash pooling nozionali (tutte le valute, tutte le scadenze, dati non destagionalizzati, variazioni percentuali sul periodo corrispondente). I prestiti corretti per cessioni e cartolarizzazioni includono i prestiti ceduti o cartolarizzati non più iscritti nei bilanci bancari.

Fonte: BCE, Statistiche dell'area dell'euro, [www.euro-area-statistics.org](http://www.euro-area-statistics.org)

**Figura 8 – Costo del credito per società non finanziarie e famiglie nell'Eurozona e in Italia**



LEGENDA: EUROZONA (LINEA GRIGIO CHIARO); ITALIA (LINEA GRIGIO SCURO)

Note: indicatore sintetico del costo del credito relativo ai nuovi prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie per l'acquisto di abitazioni (percentuali annue, tassi sulle nuove operazioni)

Fonte: BCE, Statistiche dell'area dell'euro, [www.euro-area-statistics.org](http://www.euro-area-statistics.org)

Possiamo comunque affermare che, anche se le menzionate misure di politica monetaria convenzionale e non convenzionale non hanno contrastato un'importante diminuzione della crescita dei prestiti al settore privato negli anni della crisi globale, è ragionevole ritenere che senza di esse il calo sarebbe stato più marcato, se consideriamo il generale e grave rallentamento dell'attività economica internazionale degli ultimi anni (BCE 2011a).

Un periodo prolungato di politiche monetarie fortemente accomodanti può anche generare potenziali effetti collaterali, in termini sia *allocativi*, che *distributivi*. In termini *allocativi*, condizioni di finanziamento molto accomodanti potrebbero determinare, tra l'altro, un'allocazione distorta delle risorse compromettendo, in ultima istanza, la stabilità del sistema finanziario. In particolare, un lungo periodo di tassi di interesse nulli, o addirittura negativi, può portare all'assunzione di rischi finanziari eccessivi, nonché alla posticipazione dell'azione di risanamento dei bilanci pubblici e dei necessari processi di ricapitalizzazione degli istituti di credito. Questi effetti distorsivi potrebbero tradursi anche in un aumento delle pressioni esercitate sulla banca centrale perché ritardi la normalizzazione della politica monetaria. Tuttavia, in un contesto di eccesso di indebitamento, una politica monetaria accomodante può contribuire a stabilizzare la dinamica del debito, riducendone gli oneri finanziari e agevolando, di conseguenza, la correzione dei bilanci. Relativamente, invece, alle conseguenze *distributive*: da un lato, un periodo troppo prolungato di tassi d'interesse *zero* o negativi potrebbe penalizzare il piccolo risparmiatore e avvantaggiare sia il debitore privato che quello pubblico; dall'altro, l'adozione di programmi di acquisto titoli potrebbe favorire i più abbienti che investono in azioni, attraverso l'aumento dei prezzi delle loro attività finanziarie. Tuttavia, le decisioni di politica monetaria comportano conseguenze distributive in ogni caso. Infatti, possono aversi effetti distributivi anche in caso di inerzia della politica monetaria (Draghi M. 2015a)<sup>14</sup>.

---

14) In tema di impatti distributivi, si vedano anche: Banca d'Italia (2016b), pp. 39-41; BCE (2017b), pp. 52-56.

## 6. Osservazioni conclusive

L'analisi svolta ha posto in luce i nessi logici tra le recenti politiche monetarie straordinariamente accomodanti e la teoria economico-finanziaria, con particolare riguardo alla letteratura relativa allo *zero lower bound*.

Come mostrato, la modellistica non di rado trascura di evidenziare la differenza tra i meccanismi di trasmissione basati su operazioni di mercato e quelli basati sul canale creditizio, talvolta addirittura ignorando il secondo. Quest'approccio, seppur giustificato dalla necessità di una prospettiva sistemica, non riesce efficacemente a cogliere i nessi di sostituibilità tra i canali.

I primi modelli che analizzano gli effetti del canale creditizio sulla trasmissione delle azioni di *policy* risalgono agli anni 90. Ad esempio, secondo il modello Bernanke-Blinder, la presenza del canale creditizio aumenta l'effetto espansivo della politica monetaria. Al di là dei contenuti specifici di questa modellistica, ciò che ai nostri fini più rileva è il venir meno dell'unico e generico "tasso di interesse", distinto ora in due differenti rendimenti, quello relativo ai titoli e quello relativo al mercato creditizio, con valori e dinamiche significativamente diversi.

"Issues relating to financial stability have always been part of the macroeconomics curriculum, but they have often been presented as mainly of historical interest, or primarily of relevance to emerging markets. However, the recent financial crisis has made it plain that even in economies like the United States, significant disruptions of financial intermediation remain a possibility. Understanding such phenomena and the possible policy responses requires the use of a macroeconomic framework in which financial intermediation matters for the allocation of resources" (Woodford M. 2010).

Anche alla luce di questo quadro analitico ancora in fase di definizione, sarebbe prematuro dare un giudizio sui risultati delle politiche accomodanti. In particolare, mentre è possibile vederne gli effetti immediati, gli studi empirici non forniscono adeguate evidenze sugli effetti di lungo periodo dei programmi di acquisto titoli.

Giova comunque evidenziare che nel confronto tra le due più rilevanti autorità monetarie, la BCE e la Fed, sussistono significative differenze di mandato e, dunque, di sfera d'azione.

Tanto premesso, con riferimento alla realtà Europea, le evidenze disponibili confermano che i programmi di acquisto di attività finanziarie, insieme alle altre misure monetarie adottate nel corso del 2014, hanno avuto un impatto positivo anche sulle condizioni di offerta di credito. Come rilevato dalla Banca d'Italia, il costo dei nuovi prestiti bancari alle famiglie e alle imprese dell'Eurozona si è ridotto, dalla metà del 2014, di 60 e 70 punti base rispettivamente. Le misure di politica monetaria straordinariamente accomodanti, pur non avendo contrastato un'importante diminuzione della crescita dei prestiti al settore privato negli anni della crisi globale, hanno comunque evitato un tracollo del credito bancario, se consideriamo l'andamento decisamente negativo dell'economia negli ultimi anni.

Non va sottaciuto che le aspettative di bassi rendimenti, indotte dalle azioni di *policy*, potrebbero andare di pari passo con quelle di crescita dell'inflazione, allorché gli operatori percepiscano l'espansione dell'offerta di moneta come non temporanea. Ai rischi connessi alle aspettative di inflazione vanno anche aggiunti quelli di deflusso di capitali verso paesi che offrano agli investitori prospettive di rendimento migliori.

Questi risultati vanno letti anche alla luce dei bilanci pubblici degli Stati membri, onde evitare che le *accomodative policy* si traducano in un accesso privilegiato dello Stato ai mercati finanziari e in un conseguente incentivo all'indebitamento e all'accrescimento dei disavanzi.

Va infine osservato che, se è vero che sul piano teorico il canale di trasmissione creditizio deve rivestire un'importanza assorbente, sul piano istituzionale questa tendenza deve essere accompagnata da un adeguato sviluppo dei processi di regolamentazione degli intermediari, in special modo quelli sistemici. Senza la dovuta attenzione alla qualità e quantità del capitale regolamentare, gli sforzi di *policy* rischierebbero di essere vanificati proprio dagli attori economici che hanno il compito di veicolarli.

## Bibliografia

- Agnese P., Fasano A. (2017), “Politiche monetarie accomodanti e processi di intermediazione finanziaria / Accommodative monetary policies and financial intermediation processes”, in *Bancaria* n. 11/2017, pp. 48-55.
- Amici A., Chiorazzo V., D’Apice V., Morelli P. (2016), “Politica monetaria e fiscale nell’Area euro: impatti sull’economia reale e sul settore bancario italiano”, in *Bancaria* n. 9/2016, pp. 6-19.
- Ball, Laurence (2001), “Another look at long-run money demand”, in *Journal of Monetary Economics* 47.1, pp. 31-44.
- Banca d’Italia, (2016a), “Gli effetti del programma di acquisto di titoli dell’Eurosistema”, in *Bollettino Economico* 1/2016, pp. 14-16.
- (2016b), “Implicazioni distributive della politica monetaria estremamente espansiva”, in *Relazione Annuale 2015*, pp. 39-41.
- Baumol, William J. (1952), “The transactions demand for cash: An inventory theoretic approach”, in *The Quarterly Journal of Economics*, pp. 545-556.
- BCE (2009a), “L’attuazione della politica monetaria dall’agosto 2007”, in *Bollettino mensile*, luglio 2009, pp. 81-95.
- (2009b), “Evoluzione recente dei bilanci dell’Eurosistema, del Federal Reserve System e della Banca del Giappone”, in *Bollettino mensile*, ottobre 2009, pp. 85-98.
- (2010), “La risposta della BCE alla crisi finanziaria”, in *Bollettino mensile*, ottobre 2010, pp. 61-77.
- (2011a), “Andamenti recenti dei prestiti al settore privato”, in *Bollettino mensile*, gennaio 2011, pp. 59-75.
- (2011b), “Impatto e graduale rientro delle misure non convenzionali della BCE”, in *Bollettino mensile*, luglio 2011, pp. 57-72.
- (2015a), “Il ruolo del bilancio della banca centrale nella politica monetaria”, in *Bollettino economico*, n. 4/2015, pp. 69-88.
- (2015b), “La trasmissione delle recenti misure non convenzionali di politica monetaria della BCE”, in *Bollettino economico*, n. 7/2015, pp. 36-56.
- (2016), “La seconda serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT II)”, in *Bollettino economico*, n. 3/2016, pp. 27-31.
- (2017a), L’impatto delle misure non convenzionali della BCE sulle

condizioni di finanziamento: il punto delle evidenze recenti”, in *Bollettino economico*, n. 2/2017, pp. 48-53.

(2017b), *Rapporto Annuale 2016*.

Bernanke, Ben S. (2009), *The Crisis and the Policy Response*, at the Stamp Lecture, London School of Economics, London.

Bernanke, Ben S. e Alan S. Blinder (1992), “The federal funds rate and the channels of monetary transmission”, in *The American Economic Review*, pp. 901-921.

Bini Smaghi L. (2009), “Conventional and unconventional monetary policy”, keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28 April 2009.

Borio C., Disyatat P. (2010), “Unconventional Monetary Policies: an Appraisal”, *The Manchester School*, University of Manchester, pp. 53-89.

Borio C., Zabai A. (2016), “Unconventional monetary policies: a re-appraisal”, *BIS Working Papers*, No 570.

Buiter, Willem H. (2007), “Is Numéraireology the Future of Monetary Economics?”, in *Open Economies Review* 18.2, pp. 127-156.

(2009a), “Negative nominal interest rates: Three ways to overcome the zero lower bound”, in *The North American Journal of Economics and Finance* 20.3, pp. 213-238.

(2009b), “Reversing unconventional monetary policy: technical and political considerations”, Discussion Paper No. 7605, Centre for Economic Policy Research.

Campbell, Jeffrey R. (2013), “Odyssean forward guidance in monetary policy: A primer”, in *Forward Guidance: Perspectives from Central Bankers, Scholars and Market Participants*, Vox eBook.

Chen Q., Lombardi M., Ross A., Zhu F. (2017), “Global impact of US and euro area unconventional monetary policies: a comparison”, *BIS Working Papers*, No 610.

Consob (2012), *Relazione per l'anno 2011*.

Corte di giustizia dell'Unione europea (2015), “Comunicato stampa n. 70/15”, Lussemburgo, 16 giugno 2015.

Cova P., Ferrero G. (2015), “Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema”, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, Occasional Papers n. 270.

Curdia, Vasco e Michael Woodford (2011), “The central-bank balance



sheet as an instrument of monetary policy”, in *Journal of Monetary Economics* 58.1, pp. 54-79.

Di Giorgio, Giorgio (2013), *Economia e politica monetaria*, CEDAM.

Draghi M. (2015a), “Le recenti misure di politica monetaria della BCE: efficacia e sfide”, Camdessus Lecture, FMI, Washington D.C., 14 maggio 2015.

(2015b), “La Bce e le azioni per la crescita: un nuovo patto per l’Europa”, in *Bancaria* n. 11/2015, pp. 2-7.

Eggertsson G. e Ostry J. D. (2005), “Does Excess Liquidity Pose a Threat in Japan?”, IMF Policy Discussion Paper.

Einaudi, Luigi (1936), “Teoria della moneta immaginaria nel tempo da Carlomagno alla rivoluzione francese”, in *Rivista di storia economica* 1.1, pp. 1-35.

Farmer, Roger EA (2012), *Qualitative easing: how it works and why it matters*, Rapp. tecn. National Bureau of Economic Research.

Fasano, Antonio e Giuseppe Galloppo (2016), “Emerging market active managers: Skilled or stubborn?”, in *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 9, pp. 132-135.

Fisher, Irving (1933), “Stamp Scrip”, in *New York, Adelphi*.

Friedman, Milton (1969), *The optimum quantity of money*, Macmillan.

Gambacorta L., Hofmann B. (2012), “Gli effetti economici dei programmi di acquisto di titoli intrapresi dalle banche centrali”, in *Bancaria* n. 3/2012, pp. 38-50.

Goodfriend, Marvin (2000), “Overcoming the zero bound on interest rate policy”, in *Journal of Money, Credit and Banking*, pp. 1007-1035.

Guthrie, Graeme e Julian Wright (2000), “Open mouth operations”, in *Journal of Monetary Economics* 46.2, pp. 489-516.

Hansen, Alvin H (1953), *A Guide to Keynes*, Foreword by Seymour E. Harris, New York: McGraw-Hill.

Henderson, Dale W e Warwick J McKibbin (1993), “A comparison of some basic monetary policy regimes for open economies: implications of different degrees of instrument adjustment and wage persistence”, in *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 39, Elsevier, pp. 221-317.

Hicks, John R. (1937), “Mr. Keynes and the classics; a suggested interpretation”, in *Econometrica: Journal of the Econometric Society*,

pp. 147-159.

International Monetary Fund (2013), "Unconventional Monetary Policies - Recent Experience And Prospects".

Ireland, Peter N. (2008), *On the welfare cost of inflation and the recent behavior of money demand*, Rapp. tecn. National Bureau of Economic Research.

Keynes, John Maynard (2006), *General theory of employment, interest and money*, Atlantic Publishers & Dist.

Kimball, Miles S. (2015), "Negative Interest Rate Policy as Conventional Monetary Policy", in *National Institute Economic Review* 234.1, R5-R14.

Mankiw, N Gregory (2009). "It may be time for the fed to go negative". In: New York Times 18, p. 2009.

Mankiw, N. Gregory (2015), *Macroeconomics*, Worth Publishers.

Rognlie, Matthew (2015), "What lower bound? monetary policy with negative interest rates", in *Unpublished manuscript, Department of Economics, Harvard University (November 23)*.

Rogoff, Kenneth S. (2014), *Costs and benefits to phasing out paper currency*, Rapp. tecn. National Bureau of Economic Research.

Rossi S. (2014), "Politica monetaria e indipendenza delle banche centrali: l'esperienza della Banca Centrale Europea nella crisi globale", intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia, Università degli Studi di Verona, Complesso universitario di Vicenza, 19 novembre 2014.

Speiser, Stuart M. (1975), "Abolish Paper Money and Eliminate Most Crime", in *ABAJ* 61, p. 47.

Stone M., Fujita K., Ishi K. (2011), "Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far", IMF Working Paper, WP/11/145.

Taylor, John B. (1993), "Discretion versus policy rules in practice", in Carnegie-Rochester conference series on public policy, Vol. 39, Elsevier, pp. 195-214.

Taylor, John B., Dinner Keynote Speech e Georgia Jekyll Island (2009), "Systemic risk and the role of government", in Dinner Keynote Speech, Federal Reserve Bank of Atlanta.

Tobin, James (1956), "The interest-elasticity of transactions demand for cash", in *The Review of Economics and Statistics*, pp. 241-247.

Tutino F. (2014), “Vigilanza unica europea e squilibrio di rischiosità delle banche: verso nuove regole di limitazione dei rischi?”, in *Bancaria* n. 3/2014, pp. 15-24.

Woodford, Michael (2010), “Financial intermediation and macroeconomic analysis”, in *The Journal of Economic Perspectives* 24.4, pp. 21-44.



**ORGANI DI GOVERNO E STRATEGIA  
NELLE FONDAZIONI ITALIANE:  
RISULTATI DI UN'INDAGINE NAZIONALE\***

*GOVERNANCE AND STRATEGY IN ITALIAN FOUNDATIONS:  
RESULTS OF A NATIONAL SURVEY*

**Giacomo BOESSO**

*Professore Associato di Economia Aziendale  
Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali  
Università degli Studi di Padova*

*Associate Professor of Business Administration  
Department of Economics and Business Studies  
University of Padova*

*giacomo.boesso@unipd.it*

**Fabrizio CERBIONI**

*Professore Ordinario di Economia Aziendale  
Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali  
Università degli Studi di Padova*

*Associate Professor of Business Administration  
Department of Economics and Business Studies  
University of Padova*

*fabrizio.cerbioni@unipd.it*

\* Il lavoro è frutto del lavoro congiunto e difficilmente divisibile dei due autori. Sono tuttavia riconducibili a G. Boesso i paragrafi 2, 3 e 4 ed a F. Cerbioni i paragrafi 1 e 5. Si ringrazia l'Università di Padova che ha finanziato lo studio con il Progetto PRAT 2015, CPDA158434



*La recente letteratura ha investigato la composizione, le responsabilità e le caratteristiche dei consigli di amministrazione nelle organizzazioni nonprofit. Risulta, invece, meno analizzata la relazione tra i diversi possibili modelli di governo e la strategia filantropica. Per colmare tale lacuna, questo studio integra il modello teorico anglosassone della "filantropia strategica" nei recenti lavori sulla governance nel nonprofit analizzando il ruolo degli amministratori nell'influenzare e supportare l'approccio strategico delle fondazioni. L'analisi empirica presenta i risultati di un'indagine condotta tra 201 soggetti decisori apicali (presidenti, amministratori e managers) appartenenti alle principali fondazioni d'erogazione Italiane. Utilizzando dati di percezione, i risultati mostrano associazioni statisticamente significative tra selezionati elementi di governance (l'utilità dei report manageriali di programmazione e controllo, l'attivismo degli amministratori e la loro soddisfazione) ed i quattro pilastri teorici della filantropia strategica.*

*Le conclusioni possono facilitare i processi in corso di autoregolamentazione ed ispirare gli operatori del settore interessati ad aumentare l'impatto sociale delle proprie fondazioni.*

**PAROLE CHIAVE:** FONDAZIONI • ORGANI DI GOVERNO • FILANTROPIA STRATEGICA

*Recent literature has investigated the composition, responsibilities, and characteristics of nonprofits' boards, but there is a lack of research on the link between governance practices and preferences related to philanthropic strategy. This study integrates the strategic philanthropy literature with recent works in the area of governance to understand how organizations' approach to governance can lead to different strategic approaches.*

*The empirical section presents the results of a survey conducted among 201 decision-makers (presidents, board members, managers) that belong to the largest Italian foundations. Using perceptual data, the exploratory results show significant associations between selected governance items (usefulness of managerial reports, activism of bo-*

*ard members, satisfaction of decision-makers) and the four pillars of strategic philanthropy.*

*Conclusions facilitate the formulation of guidelines and recommendations to professional players and regulators who are interested in enhancing the social value foundations can create.*

**KEYWORDS:** FOUNDATIONS • BOARDS • STRATEGIC PHILANTHROPY

## 1. Introduzione

La recente riforma del Terzo Settore (Fici, 2017) e l'ultimo censimento sulle istituzioni nonprofit (ISTAT, 2014)<sup>1</sup> confermano il ruolo centrale e crescente delle organizzazioni senza fine di lucro nell'economia Italiana. Importanti tassi di crescita di queste organizzazioni sono riscontrabili in tutti i principali paesi sviluppati e le statistiche registrano un incremento costante nel loro apporto al Prodotto Interno Lordo nazionale (Unicredit, 2012).

Sebbene siano molteplici le forme giuridiche che le organizzazioni del Terzo Settore possono assumere (associazioni, comitati, gruppi d'interesse, enti, cooperative, imprese sociali, ma anche, in senso più allargato, università, scuole, enti territoriali, ecc.), le fondazioni, grazie al proprio capitale fondante, rappresentano il soggetto con il maggiore spessore patrimoniale e meritano separata trattazione. In aggiunta alla rilevante consistenza patrimoniale, le fondazioni si caratterizzano per un'importante funzione di coordinamento di tutti gli altri soggetti operativi nel nonprofit quando, nell'esercizio delle proprie prerogative istituzionali, procedono ad erogare parte delle proprie risorse<sup>2</sup> per il finanziamento di iniziative sociali meritevoli promosse e/o gestite dalle altre organizzazioni del Terzo Settore. In altre parole, le fondazioni svolgono un'importante ruolo di promozione, indirizzo e supporto d'iniziativa sociali che complementano il welfare pubblico ed i servizi sul mercato, dando concreta applicazione al principio

---

1) La rilevazione sulle istituzioni non profit ISTAT, 2014. Parte integrante del 9° Censimento dell'Industria e dei Servizi, 2011, registra 301mila istituzioni non profit, di cui 6.220 fondazioni con 957mila occupati e oltre 4.8 milioni di volontari.

2) Spesso il frutto della gestione del proprio patrimonio e più raramente il patrimonio stesso.



costituzionale della sussidiarietà.

La natura privata conferisce alle fondazioni una gestione agile e flessibile del processo decisionale ed una configurazione degli organi di governo tendenzialmente “non democratica”, in quanto ispirata dalle preferenze dei soggetti promotori in merito alla formazione del consiglio di amministrazione ed eventuali altri consigli, comitati o assemblee. Così come codificato negli atti costitutivi e negli statuti (Barbetta, 2013).

Questi gradi di libertà nelle regole di configurazione e formazione dei propri organi, riservati, generalmente, a soggetti espressi dalle famiglie, organizzazioni, imprese o enti locali riconducibili al patrimonio fondante sono, però, giustamente controbilanciati dal vaglio dei documenti costitutivi da parte delle prefetture e dal pubblico scrutinio sulle attività della fondazione.

Superata la fase d'avvio, qualsiasi fondazione cresce ed evolve in funzione della tutela del proprio patrimonio e della progettualità che è in grado di esprimere. Nel solco delle indicazioni contenute nei documenti costitutivi, gli organi di governo sviluppano la propria funzione ordinaria d'indirizzo dando origine a documenti di programmazione, pianificazione ed a successive attività di verifica e controllo. Qualora siano necessari interventi di natura straordinaria, invece, gli stessi organi procedono con la modifica degli statuti, ad esempio, per aggiornare le aree di intervento o le regole di composizione degli organi. Allargando i confini oltre la singola fondazione, inoltre, è possibile osservare anche un'azione di autoregolamentazione, su base volontaria, portata avanti dalle associazioni di categoria (ACRI ed ASSIFERO in Italia) per favorire il progredire di queste importanti istituzioni private che, progressivamente, si svincolano dai desiderata dei soggetti o delle normative che ne hanno favorito la nascita, per divenire soggetti funzionali alla crescita del benessere del paese. L'autoregolamentazione permette, infatti, d'incorporare rapidamente una serie di buone prassi gestionali ed operative e d'ammodernare i propri documenti statutari in funzione delle modifiche sociali, culturali e normative che non potevano essere note ai soggetti promotori in sede di costituzione.

Riassumendo, stiamo parlando di fondazioni private e titolari di un proprio patrimonio, vincolato alla promozione d'iniziative di pubblica utilità, che viene amministrato mediante un processo decisionale svi-

luppato da uno o più organi di governo che si formano e rinnovano con cadenza periodica in base alle regole definite dai soggetti promotori e aggiornate, ove necessario, dagli organi medesimi. Le fondazioni sfuggono alle regole democratiche tipiche delle istituzioni pubbliche e si sottraggono, contestualmente, alle regole della concorrenza proprie del mercato, ove la proprietà è eventualmente contendibile o acquisibile dall'esterno, soprattutto in situazioni di crisi competitiva. Questo non avviene nelle fondazioni, alle quali è garantita una solida autonomia operativa e gestionale fintanto che sono preservati gli equilibri patrimoniali ed economici congiuntamente alla liceità dell'azione.

In società moderne ed evolute, quali quelle dei paesi occidentali maggiormente sviluppati, l'agilità operative delle fondazioni e la loro pubblica utilità rappresentano un importante complemento alla faticosa ricerca del consenso, tipica delle istituzioni pubbliche, e alla razionale ricerca di un utile d'esercizio, tipico delle organizzazioni *for profit*. Le fondazioni rappresentano una "terza" via in tutti gli ambiti sociali. Ad esempio, nella sanità, una fondazione che gestisce o finanzia un ospedale arricchisce l'indispensabile offerta di servizi medici in uno specifico territorio ad integrazione delle strutture pubbliche e delle cliniche private. Lo stesso esempio potrebbe poi essere replicato pensando a musei, teatri, università, scuole, parchi e più in generale a tutti i servizi culturali, sociali, sanitari, assistenziali, educativi, di tutela del patrimonio ambientale, d'integrazione sociale, ecc. dei quali le comunità contemporanee sempre più necessitano per aumentare il benessere dei propri cittadini e l'equità intragenerazionale.

Agli organi di governo delle fondazioni competono le scelte strategiche per operare in uno o più di questi ambiti con le strutture e le forme che ritengono maggiormente idonee in relazione al mutare dei bisogni da soddisfare e delle risorse a disposizione. Continuando nel semplice caso in ambito sanitario: ampliando l'ospedale, assumendo nuovo personale, specializzandone l'azione o magari, smantellandone progressivamente le vecchie strutture per riposizionare l'azione su servizi a domicilio o, ancora, vendendo l'edificio esistente a terzi per poi dedicare le risorse a progetti di ricerca o di supporto ad altre organizzazioni. Sino all'estremo, se necessario, di liquidare la fondazione qualora si ritenesse assolto il suo compito istituzionale originario (ad esempio, debellare una specifica malattia) o di cambiarne radicalmente l'area

d'azione al venire meno di determinati presupposti valutati dall'organo di amministrazione come fondanti (ad esempio, l'aver contribuito a ridurre significativamente il disagio sanitario ed il ritenere superflua ogni ulteriore iniziativa in un territorio già coperto da numerosi operatori a fronte di nuovi gravi disagi in altri ambiti sociali, emersi nel tempo e non affrontati da altri soggetti pubblici o privati).

La libertà d'azione assegnata alle fondazioni non ha pari nel nostro ordinamento, raramente si osservano organi d'amministrazioni così liberi nel tratteggiare il proprio futuro e così svincolati dagli interessi razionali di un soggetto principale che esercita proprie prerogative proprietarie o elettive. Quest'ampia libertà è, tuttavia, funzionale al raggiungimento d'importanti finalità sociali e al progredire del bene comune che ogni fondazione è chiamata a co-produrre in concorso con tutti gli altri attori con i quali vorrà collaborare.

All'opposto di questa virtuosa funzione sociale, purtroppo, non è difficile trovare, anche nel recente passato, esempi di fondazioni eccessivamente autoreferenziali che hanno progressivamente sostituito al benessere generale un miope desiderio di visibilità dei propri amministratori, o talvolta, più semplicemente, un'incapacità di scegliere le giuste forme e linee d'azione. Circostanze non ideali, che sovente hanno contribuito allo sperpero del patrimonio costituente ed al non raggiungimento delle finalità sociali obiettivo. La loro natura privata, tuttavia, non consente il rapido intervento di organismi terzi a fronte di una legittima ma scarsa capacità d'intervento sociale. Nulla può vietare, infatti, l'investimento massiccio dei proventi finanziari e del patrimonio stesso in iniziative che risultino di scarso o minimo impatto sociale, se le stesse sono state approvate con scarse ma lecite argomentazioni dagli organi di governo. Solo il pubblico scrutinio ed una legittimità operativa ancorata alla reputazione della fondazione<sup>3</sup> possono, infatti, favorire una maggiore consapevolezza in merito ai comportamenti virtuosi e auspicabili delle fondazioni rispetto a condotte patologiche e autolesionistiche.

Consapevoli dell'unicità del ruolo degli organi di governo nel deci-

---

3) Reputazione da creare in relazione ai diversi portatori d'interessi con cui ogni fondazione interagisce, i cosiddetti stakeholder: dipendenti, collaboratori, sostenitori, clienti, utenti, fruitori, fornitori, osservatori esterni, comunità obiettivo, ecc.

dere le sorti delle fondazioni e dell'estrema rilevanza sociale delle finalità istituzionali che le stesse perseguono, l'Università degli Studi di Padova, in collaborazione con le associazioni di categoria ACRI e ASSIFERO, ha promosso una indagine nazionale sulla *governance* delle fondazioni e sulla loro azione strategica con i fini di mappare e documentare lo stato dell'arte ed informare e influenzare gli operatori del settore. Per contribuire, in questo modo, ad un robusto e corretto sviluppo di buone prassi di governo ed operative.

L'analisi dei dati raccolti con la seconda indagine consentono di discutere, nel dettaglio, le preferenze dei principali *decision maker* relativamente alle caratteristiche che il modello di indirizzo e controllo di una fondazione dovrebbe avere e all'utilità associata alle diverse funzioni di governo. I rispondenti, inoltre, sono stati chiamati a valutare l'adeguatezza di una serie di attività di supporto alla filantropia strategica, come proposte dalla recente letteratura internazionale (Porter e Kramer, 1999; Kania, Kramer e Russel, 2014) in merito all'azione delle fondazioni d'erogazione (*grant-making*). Seguendo un metodo scientifico e rigoroso, meglio dettagliato nelle successive sezioni, si è cercato di raccogliere in maniera misurabile il grado di condivisione che i principali soggetti decisori associano:

- ai postulati della cosiddetta filantropia strategica;
- alle funzioni dei meccanismi di pianificazione e controllo;
- alle proprie attività di supporto alla filantropia.

Queste indicazioni, successivamente, sono state incrociate con le percezioni che gli stessi decisori esprimono in merito ad un'efficace azione di governo e relativamente al raggiungimento di soddisfacenti prestazioni economiche e sociali.

## **2. Metodo e campione**

Qualsiasi cambio di paradigma operativo è possibile solo con il supporto di organi di governo in grado di fornire il giusto indirizzo strategico ed effettuare con regolarità verifiche di conformità o di scostamento tra quanto pianificato e quanto implementato ed ottenuto. Per questo motivo il questionario è stato indirizzato ai soggetti che siedono sia negli organi di indirizzo (OdI o Comitati Scientifici) sia

ORGANI DI GOVERNO E STRATEGIA NELLE FONDAZIONI ITALIANE:  
RISULTATI DI UN'INDAGINE NAZIONALE

negli organi di amministrazione (OdA o CdA) delle nostre fondazioni d'erogazione (consiglieri ma anche presidenti, vicepresidenti, direttori e segretari generali) coinvolgendo le principali associazioni di categoria ACRI ed ASSIFERO ed il centro di ricerca di fondazione LANG ITALIA da anni attivo sul tema della filantropia strategica. Dopo una fase di test e verifica dello strumento d'indagine, il questionario in forma online e cartacea è stato inviato tra aprile e settembre 2016 a tutti gli 86 associati ACRI ed i 105 soci ASSIFERO ed allargato, per cogliere eventuali diverse sfumature, anche ad un sub-campione di dipendenti con ruoli di responsabilità sui progetti finanziati. In tutto sono state raccolte le opinioni di 201 *decision maker*, riconducibili a più di 60 fondazioni (31%), un campione quindi ristretto, ma assolutamente qualificato di rispondenti, riassunto in Tabella 1. Il sotto campione relativo alle fondazioni d'origine bancaria associate in ACRI è caratterizzato dalla governance duale (Organo di Indirizzo più Organo di Amministrazione), mentre quello delle altre fondazioni socie ASSIFERO (d'impresa, di famiglia, di comunità, ecc.) presenta una governance più classica, con il solo CdA, e fa registrare una maggiore concentrazione dei rispondenti nel ruolo di Direttore Generale (35%). Considerando queste leggere disomogeneità nei rispondenti, i dati saranno analizzati assumendo, come previsto dalla letteratura, la validità del modello teorico nelle diverse tipologie di fondazioni (Boesso, Cerbioni, Menini e Parbonetti, 2016), ma verificando l'eventuale presenza di differenze statisticamente significative nelle risposte fornite dai rispondenti dei diversi sotto campioni.

**Tabella 1 Analisi descrittiva dei rispondenti**

| <b>Rispondenti</b><br><i>Qual è il suo ruolo in fondazione:</i> | Percentuale %   |                    |             |
|-----------------------------------------------------------------|-----------------|--------------------|-------------|
|                                                                 | ACRI<br>(n=144) | ASSIFERO<br>(n=57) | Tot.        |
| Presidente o Vicepresidente                                     | 23,6            | 17,5               | <b>21,9</b> |
| Segretario Generale o Direttore                                 | 23,6            | 35,1               | <b>26,9</b> |
| Consigliere Organo di Indirizzo (ACRI) o Scientifico (ASSIFERO) | 18,8            | 1,8                | <b>13,9</b> |
| Consigliere Organo di Amministrazione o CdA                     | 14,6            | 14,0               | <b>14,4</b> |

ORGANI DI GOVERNO E STRATEGIA NELLE FONDAZIONI ITALIANE:  
RISULTATI DI UN'INDAGINE NAZIONALE

|                                    |      |      |             |
|------------------------------------|------|------|-------------|
| Dipendente                         | 17,4 | 15,8 | <b>16,9</b> |
| Staff o Altro (consulenti esterni) | 2,0  | 15,8 | <b>6,0</b>  |

Nel dettaglio, il questionario ha investigato 8 sezioni:

1. Il ruolo del rispondente in fondazione e le sue competenze principali
2. Il grado di condivisione ed adozione dei principali postulati della filantropia strategica
3. Il profilo d'intervento prevalente (erogativo o operativo) ed il peso delle tradizionali classi di attività di governo (*ex-ante*/programmazione, *ex-post*/controllo)
4. L'idoneità percepita dai singoli rispondenti al ruolo di supporto alla filantropia strategica
5. Le caratteristiche e l'utilità assegnata al processo di programmazione e controllo
6. L'utilità assegnata a specifiche attività di governo a supporto dei classici compiti di indirizzo e controllo
7. Le *performance* economiche e sociali della fondazione
8. La dimensione del patrimonio e le aree di intervento

Nel proporre il modello di filantropia strategica come oggetto d'analisi si è intenzionalmente deciso di adottare un approccio neutrale rispetto ai potenziali vantaggi e costi. Il questionario è stato preparato cercando di fornire risposte sempre equi-attraenti, per non indurre i rispondenti a preferire un modello di intervento filantropico rispetto ad un altro, mettendo quindi sullo stesso piano variabili che si riferiscono a modelli d'intervento sociale più erogativi o più operativi e declinazioni del concetto di filantropia più deterministici o più solidaristici. L'obiettivo era quello di raccogliere le "percezioni" o "opinioni" degli operatori del settore relativamente al modello teorico, al modello d'intervento filantropico della propria fondazione ed in merito alle eventuali attività di supporto alla filantropia condotte dagli organi di governo in aggiunta ai classici compiti di indirizzo e controllo (Barbetta, Colombo e Turati, 2015). Trattandosi di dati soggettivi e d'opinione non è possibile verificare la sincerità delle risposte, ma solo commentarle per favorire lo scrutinio e le possibili interpretazioni da parte degli addetti ai lavori. Il database generato dal

questionario ha tuttavia superato i classici test di affidabilità e congruità delle risposte (Alpha di Cronbach e Fattore di Harman) a garanzia che tutte le domande così come formulate sono state in media comprese e uniformemente interpretate dai rispondenti. Considerata la natura percettiva dei dati e la numerosità del campione, le analisi effettuate forniscono solo degli spunti di riflessione sull'adozione dei diversi modelli d'intervento e sulle loro associazioni con specifiche attività di governo.

Quando il database originato dal questionario ha segnalato associazioni statisticamente significative tra filantropia e *governance* si è cercato, inoltre, di proporre una prima valutazione in merito alla teorizzata relazione tra filantropia strategica e modelli di governo più deterministici ed operativi. Questi dati non possono fornire chiare indicazioni in merito ad eventuali rapporti causa-effetto tra modelli d'intervento e caratteristiche della *governance*. Rappresentano, tuttavia, un importante approfondimento empirico sull'analisi di una relazione che non può essere trascurata dagli organi di governo nell'ambito delle loro discussioni sul modello decisionale e d'intervento della fondazione.

### **3. Attivare la filantropia strategica: governo ed attività istituzionale**

Il primo gruppo di quesiti analizzato propone i postulati teorici della filantropia strategica, riferendosi ad un modello multifase d'intervento:

- Selezionare beneficiari meritevoli;
- Mobilitare risorse aggiuntive;
- Condividere buone prassi operative;
- Divulgare modelli d'intervento di successo o le ragioni del fallimento.

I dati riportati in Tabella 2 mostrano una equilibrata condivisione ed adozione di questi postulati di derivazione anglosassone anche nel contesto italiano. Gli associati ASSIFERO, forse perché maggiormente rappresentati nelle risposte dai propri Direttori Generali che meglio di altri possono avere il polso della situazione, dimostrano

ORGANI DI GOVERNO E STRATEGIA NELLE FONDAZIONI ITALIANE:  
RISULTATI DI UN'INDAGINE NAZIONALE

un maggiore “entusiasmo” nell’adozione dei postulati in tre casi su quattro, mentre non è significativa la sottile differenza tra ACRI e ASSIFERO nella fase relativa al “Condividere le prassi”.

**Tabella 2 Livello di adozione dei postulati della filantropia strategica**

| Postulati della filantropia strategica<br>La sua fondazione riesce a:        | Media (min 0, max 6) |          | Sig. |
|------------------------------------------------------------------------------|----------------------|----------|------|
|                                                                              | ACRI                 | ASSIFERO |      |
| Selezionare i migliori beneficiari mediante analisi comparate                | 3,94                 | 4,59     | ***  |
| Mobilizzare altre fonti o attori del territorio per aumentare le risorse     | 4,22                 | 4,77     | ***  |
| Condividere con il beneficiario prassi per migliorarne le <i>performance</i> | 4,30                 | 4,60     | NS   |
| Testare e divulgare modelli di intervento utili per il <i>policy maker</i>   | 4,12                 | 4,95     | ***  |

Sig: \*\*\* probabilità di errore relativa alla differenza nella media nei due gruppi, p value < 0.00. NS: non significativo.

L’adozione dei postulati deve tuttavia associarsi ad un puntuale lavoro degli organi di governo a sostegno di un agire strategico che il *Center for Effective Philanthropy* di Boston (CEP, 2010) definisce come “*l’utilizzo di modelli di analisi a supporto di un processo decisionale che ipotizzi una relazione causale tra i diversi possibili usi delle risorse erogative della fondazione ed il raggiungimento degli obiettivi pianificati*”. Coerentemente, il questionario ha investigato presso i principali soggetti decisori delle fondazioni il peso percentuale che ritengono gli organi di governo dedichino a pianificazione e verifica. Tabella 3 mostra una maggiore attenzione del campione ACRI verso l’attività di programmazione (50%), mentre non si osservano differenze significative in quella di controllo (per tutti intorno al 36%). Nel complesso pare confermato che le attività di indirizzo e controllo occupano una parte sostanziale del lavoro degli organi di governo. L’iniziale “entusiasmo” del sottocampione ASSIFERO verso i postulati della filantropia strategica, invece, non si riflette in processi di pianificazione più articolati della media evidenziando una possibile difficoltà operativa nell’implementazione di questo modello.



ORGANI DI GOVERNO E STRATEGIA NELLE FONDAZIONI ITALIANE:  
RISULTATI DI UN'INDAGINE NAZIONALE

Sempre in Tabella 3, si riporta come analisi descrittiva anche il principale approccio operativo alla filantropia come percepito dai rispondenti. In entrambi i sotto campioni, con differenze non significative, prevale l'approccio misto tra erogazioni e progetti "propri" (ivi compresi quelli attivati da terzi su stimolo e proposta della fondazione) seguito dall'approccio operativo con prevalenza di progetti propri e/o stimolati. È utile ricordare che qualsiasi modello può essere implementato in maniera più tradizionale o in maniera più strategica, essendo la filantropia strategica un modello multifase applicabile sia alla formulazione di un bando innovativo per finanziare progetti proposti da terzi, sia alla costruzione di una nuova rete di attori per un progetto stimolato o attivato dalla fondazione stessa.

**Tabella 3 Principali caratteristiche del processo di erogazione**

| Elementi caratterizzanti del modello operativo                                                                                                                                           | Percentuale % |          | Sig. |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|----------|------|
|                                                                                                                                                                                          | ACRI          | ASSIFERO |      |
| La sua fondazione, fatto 100 il tempo dedicato alle attività di governo:                                                                                                                 |               |          |      |
| Attività prevalenti negli organi di governo:<br>Impegna i propri organi di governo in attività di <i>pianificazione</i> (bandi, istruttorie, piani) per una percentuale di tempo pari a: | 50,4          | 40,0     | ***  |
| Impegna i propri organi di governo in attività di <i>verifica</i> (rendiconti, analisi d'impatto, bilanci sociali) per una percentuale di tempo pari a:                                  | 35,9          | 37,0     | NS   |
| Impegna i propri organi di governo in <i>altre attività</i> d'indirizzo e supervisione (per differenza)                                                                                  | 13,7          | 23,0     | NS   |
| Approccio operativo nel gestire le erogazioni:<br>Adottata un approccio principalmente <i>erogativo</i> finanziando progetti di terzi                                                    | 13,2          | 19,3     | NS   |
| Adottata un approccio principalmente <i>operativo</i> finanziando progetti propri                                                                                                        | 27,1          | 36,9     | NS   |
| Adotta un approccio <i>misto</i> (stimolando specifiche erogazioni e progetti)                                                                                                           | 57,6          | 42,1     | NS   |

Sig: \*\*\* probabilità di errore relativa alla differenza nella percentuale media nei due gruppi, p value < 0.00; NS: non significativo. La somma delle percentuali inferiore a cento può verificarsi in caso di questionari incompleti o risposte indicate come "altro".

Con lo strumento degli alberi di segmentazione, che permette di isola-

re le risposte con una maggiore correlazione rispetto ad una variabile obiettivo, è utile quindi cercare di selezionare quali variabili, più di altre, si associano positivamente ad una maggiore propensione verso una progettualità che funga da supporto alle iniziative sociali sul territorio e attivi i capitali umani e sociali latenti. Tabella 4 utilizza una scala da 0 (preferenza per le sole erogazioni nell'ultimo triennio) a 100% (solo progetti propri/stimolati) e colloca la media dell'intero campione poco sopra la metà della scala al 64%. Pescando tra tutte le domande del questionario (oltre 50 variabili), l'analisi riporta come significative proprio le associazioni con i postulati della filantropia strategica. Non è quindi la tipologia di fondazione o la dimensione che ne influenza il modello operativo e, apparentemente, neppure le caratteristiche salienti delle attività di governo. È proprio un approccio maggiormente strategico che porta ad affiancare alle erogazioni un maggior ruolo della fondazione come "attivatore" di progettualità specifica. In particolare, un sottocampione di 151 rispondenti, sui 197 considerati in questa analisi, ritengono che la propria fondazione testi e divulghi modelli d'intervento utili anche per il *policy maker* e, congiuntamente, sono più propensi a dichiarare la propria fondazione come maggiormente operativa (dalla media del campione al 64% si sale ad una media di 70%). La preferenza per progetti propri o specifici, attivati su proposta dalla fondazione, è ancora maggiore (73%) quando l'organo di governo è in qualche modo coinvolto nell'individuazione di *project leader* e raggiunge poi il suo massimo (81%), se la fondazione riesce a mobilitare altre fonti o attori per aumentare le risorse da dedicare al progetto. Si rimane, tuttavia, abbastanza lontani dal massimo teorico del 100%, a conferma che le fondazioni attuano, nella quasi totalità dei casi, un mix tra erogazioni a terzi e supervisione di progetti propri o stimolati. Singolarmente, anche nei casi in cui il peso delle erogazioni è maggiore (il ramo sinistro dell'albero) il condividere con il beneficiario delle prassi operative (ad esempio: come comunicare l'iniziativa, come rendicontarla, ecc.) pare essere un primo passo verso un modello d'intervento più articolato e strategico in grado di favorire una migrazione verso una fondazione capace di stimolare richieste di erogazioni mirate e di attivare progetti partecipati da diversi attori su specifici temi ritenuti rilevanti nel contesto d'intervento.

ORGANI DI GOVERNO E STRATEGIA NELLE FONDAZIONI ITALIANE:  
RISULTATI DI UN'INDAGINE NAZIONALE

**Tabella 4 Elementi che si associano ad una maggiore propensione verso un modello operativo**

|                                                                                                                                        |                                |                                                                                      |                                 |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|
| Media della rilevanza dei <i>progetti propri/specifici</i> in tutto il campione<br>(n=197, Erogativo= 0; Operativo = 100%): <b>64%</b> |                                |                                                                                      |                                 |
|                                                                                                                                        |                                |                                                                                      |                                 |
| Testare e divulgare modelli di intervento utili anche per il <i>policy maker</i>                                                       |                                |                                                                                      |                                 |
| <b>BASSA PRIORITÀ</b><br>Media progetti propri subcampione (n=46):<br><b>46% ***</b>                                                   |                                | <b>ALTA PRIORITÀ</b><br>Media progetti propri subcampione (n=151):<br><b>70% ***</b> |                                 |
|                                                                                                                                        |                                |                                                                                      |                                 |
| Condividere con il beneficiario<br>prassi operative                                                                                    |                                | Utilità dell'attività di individuazione<br>di <i>project leader</i>                  |                                 |
| <b>BASSA</b><br>(n=5): 17% ***                                                                                                         | <b>ALTA</b><br>(n=41): 50% *** | <b>BASSA</b><br>(n=44): 62% *                                                        | <b>ALTA</b><br>(n=107): 73% *   |
|                                                                                                                                        |                                |                                                                                      |                                 |
|                                                                                                                                        |                                | Mobilitare altre fonti<br>o attori per aumentare<br>le risorse                       |                                 |
|                                                                                                                                        |                                | <b>BASSA</b><br>70% **<br>(n=76)                                                     | <b>ALTA</b><br>81% **<br>(n=31) |

Albero di segmentazione. \*\*\* probabilità di errore (p value) < 0.001, \*\* < 0.01, \* < 0.05.

L'analisi fornisce quindi delle indicazioni operative abbastanza concrete, in quanto incoraggia le fondazioni interessate alla filantropia strategica a svolgere internamente uno sforzo organizzativo per definire delle prassi operative "minime" e "soddisfacenti" da poi applicare a qualsiasi beneficiario finanziato o progetto attivato.

Tabella 4 consente anche qualche spunto di riflessione in merito ad una possibile ibridazione tra il modello deterministico anglosassone (con tre dei quattro postulati della filantropia strategica tra gli snodi significativi dell'albero) ed il modello solidaristico nazionale. Le fondazioni d'erogazione non rinunciano allo strumento dell'erogazione a terzi, una volta verificata la qualità intrinseca, ma muovono con decisione verso erogazioni meglio organizzate (con bandi, rendiconti ed altre prassi operative condivise) associate a progetti stimolati dalla fondazione stessa e gestiti da reti di attori, assegnati a manager

professionisti (*project leader*) e finalizzati, se di successo, ad essere divulgati per influenzare l'agenda sociale di altri attori.

#### **4. Gestire la filantropia strategica: attività di supporto e strumenti**

Verificato che la filantropia strategica nel suo modello multifase è una sfida che interessa, con le dovute specificazioni locali, ai principali soggetti decisori delle fondazioni italiane, le successive sezioni del questionario hanno analizzato le attività di supporto e la strumentistica che gli organi di governo possono utilizzare nell'implementazione del proprio modello strategico.

Per isolare i fattori che più di altri si associano all'utilizzo dei postulati della filantropia strategica si è analizzato il database delle risposte con la tecnica dei *cluster*. In altre parole, si sono isolate e raggruppate le risposte di gruppi omogenei di rispondenti in relazione alla condivisione dei postulati della filantropia strategica, per poi osservare quali similitudini o differenze ci fossero nel modo in cui questi gruppi omogenei interpretano: il ruolo degli organi di governo, l'utilizzo degli strumenti di programmazione e controllo e le attività di supporto alla filantropia istituzionale oltre il classico lavoro di indirizzo e controllo.

Tabella 5 isola tre comportamenti omogenei, riconducendovi 133 questionari su 201 (il 66%), i restanti questionari non presentano caratteristiche riconducibili ai tre comportamenti prevalenti nel campione e non permettono di individuare ulteriori comportamenti "aggregativi" in aggiunta ai tre principali. Un primo gruppo molto ristretto e poco significativo, di soli 10 rispondenti, provenienti da fondazioni private e di comunità, si caratterizza per un alto indice di propensione alla filantropia strategica (76%), trainato, principalmente, da una massiva condivisione della necessità di selezionare i migliori possibili beneficiari (78%), ma è poi contraddistinto da bassi indici di condivisione relativamente alle principali attività di programmazione e controllo. Ciò potrebbe, d'altra parte, essere connotato alla particolare tipologia di fondazione. Analogamente a quanto già rilevato precedentemente si tratta, soprattutto, di direttori generali (60%) che dichiarano competenze manageriali (90%) ed operano, prevalentemente, nel set-

tore della beneficenza. Questi *decision makers* condividono i postulati della filantropia strategica e concentrano le loro limitate risorse su progetti di terzi attentamente selezionati tra i diversi possibili, navigando, per certi versi, a vista. Per queste micro-fondazioni è difficile organizzare costose attività di supporto e di staff che, verosimilmente, limiterebbero in maniera sostanziale il monte erogazioni complessivo. Nonostante questo, i rispondenti ritengono che la buona selezione delle iniziative da finanziare congiuntamente ad una seria capacità di fare rete ed eventualmente supportare i progetti con contatti, visibilità e relazioni, oltre che con denari, aumenti sensibilmente le prestazioni sociali delle proprie fondazioni sino a renderle più performanti della media (70%) e migliori rispetto a donazioni effettuate da un singolo individuo lungimirante. Questa singolare associazione tra alta condivisione del modello teorico e bassa formalizzazione di procedure e processi a supporto delle proprie decisioni ci porta a classificarli come “Mecenati Idealisti”, sempre in cerca di spunti e *best practice* che gli permetta di replicare comportamenti virtuosi senza investire le proprie scarse risorse in attività di *back office*. Per certi versi sono assimilabili a dei “business angel”: soggetti lungimiranti che analizzano diverse possibili intraprese per poi finanziare quelle che più soddisfanno i propri criteri personali di scelta.

Successivamente, troviamo un secondo e più significativo gruppo di 69 rispondenti, interamente appartenenti al mondo delle fondazioni di origine bancaria, la cui maggiore dimensione permette un buon bilanciamento tra erogazioni a terzi (49%) e progetti propri (51%) secondo un modello strategico che solo in parte condivide i postulati della filantropia strategica (57%). Si tratta, principalmente, di consiglieri (36%) con alcune competenze manageriali (41%) che, tuttavia, sono mediamente soddisfatti della possibilità che gli viene offerta dagli uffici di supporto di analizzare i risultati dei progetti (54%) e di discutere degli indicatori d'impatto sociale di ciascuna iniziativa (62%). Trattandosi di rispondenti che delineano un modello di filantropia misto e abbastanza tradizionale, arricchito con una strutturata analisi *ex-post*, sono stati classificati come “filantropi Istituzionali” in virtù della loro fiducia e soddisfazione nei classici compiti di indirizzo e controllo.

Il terzo gruppo, infine, presenta le caratteristiche più interessanti. Si

tratta di 54 rispondenti, equamente distribuiti tra presidenti, direttori e consiglieri, con marcate competenze manageriali (76%). Questi *decision makers* sposano con convinzione i postulati della filantropia strategica (78%) con punte ancora più alte (80%) per quel che riguarda la capacità di fare rete e divulgare i risultati. Il 57% dei rispondenti appartiene a fondazioni di origine bancaria, ma il restante 43% è distribuito tra le altre tipologie di fondazioni. Le dimensioni del patrimonio sono mediamente importanti, ma non necessariamente grandi ed il loro approccio è prevalentemente operativo (64%), ma non in via esclusiva.

Tutti gli altri indicatori di questo ultimo cluster, relativi alla soddisfazione media dei rispondenti relativamente al proprio ruolo di governo, al modello di programmazione vigente, all'utilità degli strumenti di controllo adottati e delle attività di supporto sono, in media, molto alti (quasi sempre oltre il 70%). Le più significative associazioni con l'adozione dei postulati della filantropia strategica non sono quindi da ricercare con il patrimonio, la tipologia o la redditività delle fondazioni, ma si osservano in presenza di amministratori mediamente più soddisfatti del proprio modello di governo e, verosimilmente, mediamente più impegnati nelle attività, anche operative, della propria fondazione.

ORGANI DI GOVERNO E STRATEGIA NELLE FONDAZIONI ITALIANE:  
RISULTATI DI UN'INDAGINE NAZIONALE

**Tabella 5 Principali profili filantropici assegnabili ai rispondenti**

| Denominazione del Cluster:<br>Variabili descrittive del Cluster:                | Media (min 0, max 1)            |                                       |                                    | Sig. |
|---------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|---------------------------------------|------------------------------------|------|
|                                                                                 | Mecenate<br>idealista<br>(n=10) | Filantropo<br>Istituzionale<br>(n=69) | Filantropo<br>Strategico<br>(n=54) |      |
| <b>Indice sintetico di propensione alla filantropia strategica:</b> (media di)  | .76                             | .57                                   | .78                                | ***  |
| Selezione i migliori beneficiari mediante analisi comparate                     | .78                             | .56                                   | .74                                | ***  |
| Mobilizzare altre risorse o attori del territorio ..                            | .74                             | .59                                   | .80                                | ***  |
| Condividere con il beneficiario prassi operative ..                             | .74                             | .59                                   | .78                                | ***  |
| Testare .. modelli di intervento utili per il <i>policy maker</i>               | .78                             | .56                                   | .80                                | ***  |
| <hr/>                                                                           |                                 |                                       |                                    |      |
| Tipologia di fondazione:                                                        |                                 |                                       |                                    |      |
| fondazione di Origine Bancaria                                                  | -                               | 1.00                                  | .57                                | ***  |
| fondazione di Comunità                                                          | .20                             | -                                     | .04                                | ***  |
| fondazione di Famiglia                                                          | -                               | -                                     | .09                                | *    |
| fondazione d'Impresa                                                            | -                               | -                                     | .17                                | ***  |
| fondazione Privata o Altro Ente di Erogazione                                   | .80                             | -                                     | .13                                | ***  |
| <b>Dimensione:</b> (0 piccola, 1 grande)                                        | .03                             | .44                                   | .34                                | ***  |
| <b>Approccio:</b> (0 erogativo, 1 operativo)                                    | .52                             | .51                                   | .64                                | *    |
| <hr/>                                                                           |                                 |                                       |                                    |      |
| Idoneità percepita al proprio ruolo di governo:                                 |                                 |                                       |                                    |      |
| Soddisfazione relativamente al contributo offerto nella fase di selezione       | .72                             | .53                                   | .74                                | ***  |
| Soddisfazione in merito alla possibilità di analizzare i risultati dei progetti | .50                             | .54                                   | .72                                | ***  |
| Desiderio di partecipare a percorsi di aggiornamento/formazione                 | .64                             | .66                                   | .84                                | ***  |
| <hr/>                                                                           |                                 |                                       |                                    |      |
| Idoneità riconosciuta al modello di programmazione vigente:                     |                                 |                                       |                                    |      |
| Pianificazione pluriennale come "seme" su cui consolidare                       | .60                             | .49                                   | .74                                | ***  |
| Strumento d'apprendimento (1) o rischio di eccessiva formalizzazione (0)        | .34                             | .54                                   | .65                                | ***  |
| <hr/>                                                                           |                                 |                                       |                                    |      |
| Strumenti di controllo ritenuti più efficaci:                                   |                                 |                                       |                                    |      |
| L'analisi di scostamenti tra piani e risultati                                  | .70                             | .65                                   | .79                                | ***  |
| L'analisi di indicatori di risultato operativi                                  | .72                             | .60                                   | .81                                | ***  |
| L'analisi di indicatori di risultato sociali                                    | .60                             | .62                                   | .81                                | ***  |

ORGANI DI GOVERNO E STRATEGIA NELLE FONDAZIONI ITALIANE:  
RISULTATI DI UN'INDAGINE NAZIONALE**Tabella 5 Principali profili filantropici assegnabili ai rispondenti** (*continua*)

|                                                                      |                                      |                              |                             |     |
|----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|-----|
| Attività supplementari degli amministratori ritenute più utili:      |                                      |                              |                             |     |
| Raccontare l'azione della fondazione all'esterno                     | .86                                  | .70                          | .91                         | *** |
| Affiancare il Presidente nella creazione di reti d'attori            | .76                                  | .64                          | .87                         | *** |
| Discutere fallimenti e successi nei progetti sociali                 | .76                                  | .61                          | .84                         | *** |
| Supportare la partecipazione civile e l'associazionismo              | .62                                  | .57                          | .81                         | *** |
| Analizzare il feedback dai beneficiari                               | .58                                  | .62                          | .80                         | *** |
| Promuovere una forte dialettica nel valutare i progetti              | .60                                  | .51                          | .77                         | *** |
| Comparare i risultati dei progetti finanziati                        | .50                                  | .57                          | .76                         | *** |
| Individuare "project leader" professionisti                          | .46                                  | .43                          | .76                         | *** |
| Assumere rischi in progetti innovativi                               | .72                                  | .52                          | .76                         | *** |
| Sviluppare e aggiornare i processi operativi                         | .48                                  | .53                          | .75                         | *** |
| Accompagnare i beneficiari nello sviluppo dei progetti               | .50                                  | .46                          | .74                         | *** |
| Autovalutare l'efficacia del consiglio                               | .62                                  | .50                          | .70                         | *** |
| Finanziare l'erogazione di servizi di "welfare privato"              | .32                                  | .43                          | .66                         | *** |
| Percezione dei risultati della propria fondazione:                   |                                      |                              |                             |     |
| Meglio della media sul versante del ritorno economico del patrimonio | .54                                  | .46                          | .51                         | NS  |
| Meglio della media sul versante del successo dei progetti sociali    | .70                                  | .51                          | .64                         | *** |
| Principali aree di intervento:                                       | Benefic.<br>Diritti Civ.<br>Famiglia | Arte<br>Istruzione<br>Salute | Arte<br>Giovani<br>Ambiente |     |
| Discriminanti nella tipologia del rispondente:                       |                                      |                              |                             |     |
| Presidente o Vicepresidente                                          | .20                                  | .22                          | .26                         | NS  |
| Segretario o Direttore Generale                                      | .60                                  | .19                          | .28                         | *   |
| Consigliere                                                          | -                                    | .36                          | .24                         | *   |
| dichiara competenze manageriali                                      | .90                                  | .41                          | .76                         | *** |

**Grassetto:** valore più alto, *Corsivo:* valore rilevante ai fini dell'analisi. \*\*\* probabilità d'errore (p value) < .000, \*\* < .01, \* < .05, NS: non significativo. Tutte le variabili del modello sono state standardizzate tra 0 ed 1, a prescindere dalla scala con cui sono state misurate.

I tre gruppi analizzati, al netto di una evidente debolezza metodologica per la scarsissima numerosità del primo cluster ed i molti rispondenti non classificabili, restituiscono un diverso approccio alla filantropia che non necessariamente si delinea come migliore o peggiore.



Semplicemente si riferisce ad una diversa analisi di risorse, obiettivi e strumenti al fine di ottimizzare l'agire della propria fondazione.

A completamento di questa analisi sarebbe interessante poter analizzare nel concreto la progettualità espressa, per osservare, ad esempio, se il diverso profilo strategico conduce a differenti modalità di intervento nel comune campo artistico. Attendendosi, a conferma del modello teorico, iniziative più innovative, progettate anche internamente e prototipate da parte dei filantropi strategici ed iniziative più tradizionali, affidate a terzi specialisti e consolidate in prassi già sperimentate precedentemente, da parte dei filantropi istituzionali (Frumkin, 2010).

## 5. Conclusioni

La verifica empirica appena presentata conferma l'esistenza di importanti associazioni tra le caratteristiche del governo, la condivisione dei postulati della filantropia strategica e migliori prestazioni economiche e sociali. Pur non trattandosi di chiare connessioni causali, difficilmente riscontrabili affidandosi unicamente a questionari on-line, ma solo di associazioni tra le percezioni di un qualificato campione di rispondenti, la presenza di queste associazioni confermano l'attesa capacità della buona *governance* di accompagnare le fondazioni verso risultati positivi ma, soprattutto, forniscono chiare indicazioni in merito a *quale tipologia di governance* risulta più soddisfacente di altre.

In generale, l'attività di una fondazione è riconducibile a quattro macro aree:

1. la gestione del patrimonio,
2. l'attività di erogazione a supporto di progetti proposti da terzi
3. lo svolgimento diretto di attività in campo sociale
4. l'attività di indirizzo e di controllo di altre imprese strumentali.

Nell'impossibilità di investigare tutti gli aspetti con un solo questionario, il progetto di ricerca ha preso in considerazione l'approccio strategico alla filantropia come elemento di sintesi delle principali aree. Le caratteristiche ottimali del processo di governo e la validità delle attività di supporto sono quindi state isolate secondo la cartina di tornasole del processo di erogazione e della sua articolazione in base

ai dettami della filantropia strategica. Sono state analizzate le strategie delle fondazioni nel loro rapporto con le erogazioni soprattutto in termini di qualità nel sistema di relazioni poste in essere con i loro interlocutori ed in particolare con gli altri operatori del Terzo Settore. Nel concreto, i proponenti della filantropia strategica, con diverse sfumature concordano nell'assegnare alle fondazioni il ruolo di soggetti che sperimentano diverse possibili soluzioni ai disagi sociali per concorrere ad individuare quelle che possono funzionare meglio di altre in specifiche condizioni ambientali. Il tutto codificando processo e risultati ad uso e vantaggio di altri soggetti attivi nello stesso campo e non necessariamente coinvolti nella sperimentazione.

L'applicabilità della filantropia strategica nel contesto italiano risente, inevitabilmente, anche delle tipicità del nostro paese, per questo motivo il questionario ha voluto valutarne l'attuale grado di condivisione tra i *decision makers* delle nostre fondazioni e le possibili associazioni con selezionate attività e meccanismi di governo. Da un lato anche nel mondo anglosassone si assiste ad una rivisitazione di questi modelli che potremmo definire neoclassici per la loro applicazione delle regole di business, dall'altro lato nel nostro paese l'introduzione di una logica aziendale si scontra con una storia di solidarietà e di interazione con il mondo esterno che non sempre poggia le basi unicamente su criteri di efficacia e di efficienza, anche nei casi in cui gli approcci siano da considerare virtuosi e non si fondino su logiche antieconomiche o peggio patologiche. Il solidarismo che permea la costituzione italiana e la sua positiva applicazione rappresentano quindi un punto di confronto con il modello del filantropo strategico proposto dalla letteratura anglosassone.

Nel definire le caratteristiche del modello di governo, la letteratura propone numerose dimensioni di analisi riconducibili alle "attività di supporto alla filantropia strategica" e mette in luce come le fondazioni ripartiscano il loro tempo dedicato alle elargizioni essenzialmente su tre fasi: 1. *ex ante*, 2. *in itinere*; 3 *ex post*.

In particolare, la fase *ex ante* è fortemente collegata alla selezione dei progetti (mediante bandi di gara, avvisi di partecipazione, richieste di collaborazione, comitati di progettazione interni, ecc.) la fase *in itinere* è collegata al finanziamento (con gli opportuni obiettivi intermedi, verifiche intermedie, *milestone*, ecc.), mentre quella *ex post* è

dedicata a comprendere l'efficacia dei progetti finanziati (con appositi strumenti di valutazione dell'impatto sociale delle proprie iniziative, noto in letteratura come *outcome*, o la più semplice rilevazione del numero di erogazioni effettuate sul territorio, *output*, talvolta unico dato disponibile se i benefici dell'intervento sono misurabili solo nel lungo periodo come per gli interventi di ricerca, sanità o istruzione). Nello sviluppo di queste fasi, la letteratura (Cornforth 2003; Boesso e Cerbioni, 2013) è abbastanza unanime nell'assegnare agli organi di governo il compito di definire l'assetto istituzionale e gli elementi caratterizzanti il processo decisionale che devono portare alla migliore allocazione possibile dei fondi da investire in un portafoglio di progetti sociali. Le scelte di assetto, tuttavia, presentano sempre pro e contro che, a differenze del mondo *for profit*, in assenza del riscontro fornito dalla redditività e dal mercato, non consentono di individuare con chiarezza la situazione ottimale per conseguire il risultato atteso. Ogni decisione, infatti, può sottrarre risorse all'azione filantropica, per dirottarle su attività di supporto e staff, o può dare vita a rigidi processi operativi che risultano poi d'ostacolo nello stabilire i rapporti con i soggetti in disagio sociale che si vuole raggiungere.

Nel definire il modello di governo da adottare è, pertanto, opportuno cercare di testare la validità di diverse possibili alternative nell'organizzazione dei lavori degli organi di governo, consapevoli che le differenti soluzioni sono spesso soggette a *trade-off*, oppure, a costi certi a fronte di benefici incerti. Riassumendo le diverse proposte presenti in letteratura e confermate dall'analisi per cluster di tabella 5, i soggetti apicali delle fondazioni devono valutare diverse possibili soluzioni riguardanti:

la *scelta del profilo* prevalente d'intervento (principalmente erogativo finanziando soggetti terzi vs maggiormente operativo stimolando progetti in specifiche aree o dando vita a propri interventi);

l'*articolazione* dei ruoli di governo, strutture e competenze (scegliendo tra soluzioni più ampie, con l'uso di comitati e gruppi di lavoro, vs soluzioni più ridotte, appoggiandosi principalmente a Presidente e Direttore);

l'*idoneità* percepita da ciascun amministratore al proprio ruolo di supporto alla filantropia (limitandosi ad alimentare il senso di appartenenza vs la possibilità di ampliare la partecipazione degli amministra-

tori alle fasi più operative, magari per sopperire ad organici ridotti); la *pervasività* del processo di pianificazione (maggiore ricorrendo a software e reportistica durante l'anno vs minore limitandosi alla redazione del bilancio sociale annuale); il *grado di supporto* degli amministratori ai processi erogativi (secondo un modello più deterministico e manageriale vs un approccio più ispirato dalla tradizione solidaristica nazionale).

La ricerca empirica condotta aiuta nella definizione del modello che ogni fondazione voglia implementare, fornendo chiare indicazioni su cosa pare funzionare nelle fondazioni esistenti. Si possono osservare diverse combinazioni virtuose: *board* più proattivi a supporto di approcci deterministici ed operativi (tipici di una fondazione che, ad esempio, voglia operare sul territorio con un proprio progetto sanitario o assistenziale) rispetto a *board* più selettivi per favorire soluzioni più erogative e solidaristiche (utili per fondazioni che preferiscano favorire processi di evoluzione e miglioramento della sanità e dell'assistenza sociale sul territorio, supportando altre organizzazioni del Terzo Settore).

In termini generali, tuttavia, la *governance* appare nelle fondazioni analizzate, attraverso gli occhi dei propri amministratori, come una funzione mediamente più ricca ed articolata rispetto a quella che emerge dai principali modelli teorici proposti per le imprese *for profit*. La classica attività di controllo ed indirizzo, con minime ingerenze nell'operatività garantita dalle linee manageriali, tipica delle imprese, si arricchisce nelle fondazioni di ulteriori ruoli e compiti cui gli amministratori sono chiamati per rendere l'azione filantropica più deterministica e distintamente solidale. Il grado di coinvolgimento dei membri del *board* nei progetti finanziati sembra andare oltre l'accurata pianificazione e la verifica di risultati ed impatti, suggerendo la necessità di una marcata competenza dei soggetti decisori al fianco dello staff operativo, sovente molto snello. Fino a che punto possano spingersi le apparenti sinergie tra livelli di governo e piani d'azione operativi è un quesito ancora poco investigato nella letteratura sulla *governance* e rende l'analisi del *nonprofit* di assoluto interesse per il progresso della dottrina. Il governo delle fondazione è materia specifica ed in continua evoluzione, ispirata e contaminata dai classici stu-

di sulla *governance*, ma chiaramente distinta dagli stessi e alla ricerca di proprie linee guida, modelli teorici, *best practice* e professionalità dedicate. Per questo si ritiene che il governo delle fondazioni rappresenti un'area di ricerca meritevole di ulteriori approfondimenti.

### **Bibliografia**

- Barbetta G. 2001. Le fondazioni di origine bancaria: “Merchant banker” del settore *nonprofit* italiano? *Nonprofit*, 7(2), pp. 211-232.
- Barbetta G. 2013. *Le fondazioni*. Il Mulino, Bologna.
- Barbetta G., Colombo L. & G. Turati. 2015. Regulating European grant-making foundations. Lessons from the USA experience? *Journal of Policy Modeling*: 763-781.
- Boesso G. e F. Cerbioni, 2013, *La Governance delle fondazioni: Leader al Servizio della Filantropia*, McGraw-Hill, Milano.
- Boesso G., Cerbioni F., Menini A. & A. Parbonetti. 2017. The Role of the Board in Shaping Foundations' Strategy: an empirical study. *Journal of Management and Governance*, 21(2): 375-397.
- CEP, Center for Effective Philanthropy. 2010. *Beyond the Rhetoric: Foundation strategy*. Report on On-line [www.effectivephilanthropy.org](http://www.effectivephilanthropy.org).
- Cornforth C. 2003. *The governance of Public and Non-Profit Organizations. What do boards do?*, Routledge, London.
- Finzi A. 2017. La Nuova Disciplina dell'Impresa Sociale. Una Prima Lettura Sistemica. *Impresa Sociale*. 9, Settembre.
- Frumkin P. 2010. *The Essence of Strategic Giving*. The University of Chicago Press: Chicago and London.
- ISTAT. 2014. 9° Censimento dell'Industria e dei Servizi, 2011. Roma.
- Kania J., Kramer M. e P. Russel. 2014. Strategic Philanthropy for a Complex World. *Stanford Social Innovation Review*, Summer: 26-37.
- Porter M. e M. Kramer. 1999. “Philanthropys New Agenda: Creating Value”. *Harvard Business Review*, 12: 121-130.
- Unicredit Foundation, 2012, *Ricerca sul Valore Economico del Terzo Settore in Italia*, Milano.

